

## Controles de capital ganham aceitação na economia global atual

**Investidores globais despejaram dinheiro em algumas economias do mercado emergente (EMEs), porque estas oferecem retornos mais altos do que aquelas mais desenvolvidas. É uma situação de ganho mútuo tanto para as economias emergentes como para as desenvolvidas, certo? Não necessariamente. Para muitas EMEs, essa abundância de capital estrangeiro pode criar desequilíbrios econômicos, tornados piores pelas políticas monetárias tradicionais. O que podem fazer os criadores de políticas monetárias das EMEs?**

Os legisladores frequentemente defendem uma determinada política com a intenção de tornar seu país, estado ou cidade um bom lugar para investir ou mais atraente ao capital estrangeiro. O fluxo de capital para os Estados Unidos, por exemplo – seja por meio de uma montadora japonesa construindo uma fábrica na Geórgia ou um banqueiro suíço comprando ações da Apple – é considerado por muitos um resultado favorável. Mas, para algumas EMEs que estão experimentando taxas de crescimento elevadas e entradas crescentes de capital estrangeiro, tal demanda por investimentos pode trazer muitos desafios.

### **Mas isso não é uma coisa boa?**

Que tipo de desafios enfrentam essas EMEs em rápido crescimento? A teoria do desenvolvimento não prevê que são exatamente esses países os que *deveriam* ter taxas mais elevadas de rendimento sobre os investimentos? A China, por exemplo, teve taxas de crescimento constantes de mais de 10% na maior parte das últimas duas décadas. Da mesma forma, a Índia e o Brasil viram suas economias se expandirem com grande velocidade nos últimos anos. Mas a entrada de capital estrangeiro acarreta inúmeros efeitos colaterais involuntários. A valorização cambial, por exemplo, pode ocorrer rapidamente e prejudicar a competitividade dos exportadores nacionais. É exatamente esta preocupação que fez com que a China implementasse severas restrições aos investimentos nacionais e uma cautelosa gestão cambial. Os criadores de políticas monetárias do país querem evitar que o Renminbi se valorize tão rapidamente que coloque em risco seu modelo de crescimento voltado às exportações.



As entradas de capital estrangeiro também podem ser instáveis. Os países receptores podem estar suscetíveis a “interrupções repentinas”, quando os investidores estrangeiros correrem para a saída ao primeiro sinal de problema em uma economia. A crise financeira asiática do final dos anos 90 foi um triste lembrete sobre como o capital estrangeiro – inicialmente um sinal de crescimento rápido – pode tornar muito mais grave uma crise financeira emergente. Depois de um aumento repentino no preço dos ativos, estimulado pelo investimento estrangeiro, as economias da Indonésia, Tailândia e Coréia do Sul, por exemplo, viram suas moedas se desvalorizarem acentuadamente à medida que o crédito estrangeiro desaparecia abruptamente de seus turbulentos sistemas financeiros.

A experiência desses países asiáticos foi uma importante lição para os criadores de políticas monetárias das EMEs, especialmente na recuperação da recente crise financeira mundial. Muitos investidores globais despejaram seus recursos em algumas dessas EMEs, pois elas oferecem maiores rendimentos do que as economias mais desenvolvidas. Essa abundância de capital combinada com o medo de superaquecimento e da “retirada repentina” levou alguns países a implementar controles de capital. Ao impor limites sobre a quantidade ou o tipo de capital estrangeiro entrando ou saindo de um país, essas ferramentas ajudam as EMEs a administrarem seus riscos.

Os controles de capital podem assumir a forma de tributação sobre a entrada de capital estrangeiro ou quotas sobre os investimentos. Podem também limitar a volatilidade dos fluxos exigindo que determinada porcentagem do investimento estrangeiro fique retida em reserva por determinado número de dias junto ao banco central do país receptor. Este tipo de controle, denominado política “*lock-in*”, evita a saída repentina de capital.

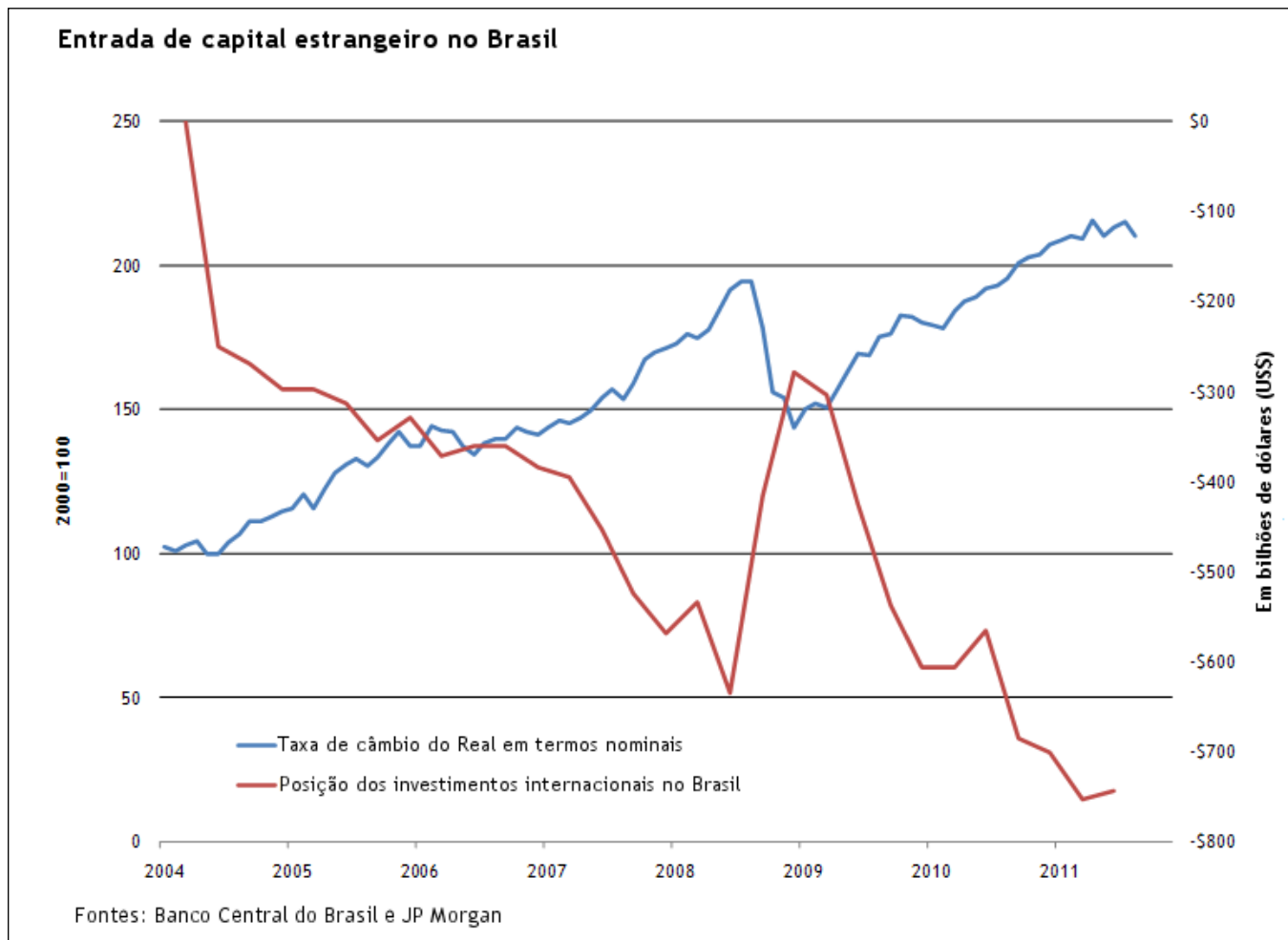
Embora os criadores de políticas monetárias das EMEs estejam recorrendo cada vez mais a controles de capital, essas ferramentas não tem sido necessariamente apreciadas, pelo menos entre a maioria dos economistas e criadores de políticas monetárias dos países desenvolvidos, para não mencionar na indústria de serviços financeiros. Os defensores da liberalização financeira internacional consideram que os controles de capital tem efeitos ineficientes e distorsivos para qualquer país que os adote. Por exemplo, Sebastian Edwards da *University of California*, Los Angeles, defendeu em um estudo feito em 1998 para o *National Bureau of Economic Research* que a implementação de controles de capital pela América Latina na década de 80 foi contraproducente. E até recentemente, o Fundo Monetário Internacional (FMI), visto como a autoridade global em questões de gestão de capital estrangeiro, seguia a diretriz de que os controles de capital eram ineficazes (na melhor das hipóteses), se não prejudiciais (na pior delas). No entanto, os controles de capital estão sendo cada vez mais demandados pelos produtores focados no mercado nacional e exportadores dos EMEs que tem moedas fortes e, em algumas circunstâncias, estão sendo até mesmo aprovados pelo FMI.

### **O paradoxo de riquezas no Brasil**

Um olhar sobre o Brasil pode nos ajudar a entender melhor que situações poderiam levar os criadores de políticas monetárias de uma EME a instituir controles de capital. A economia do país experimentou um rápido crescimento nos últimos anos, apesar de este crescimento passar por um breve e pequeno intervalo durante a recessão mundial de 2007 a 2009. Quantias sem precedente de capital estrangeiro inundaram o Brasil. Essa aparente bênção, entretanto, também pode ser considerada como a maldição do Brasil. As elevadas taxas de crescimento do país, juntamente com suas altas taxas internas de juros causaram esses imensos fluxos de investimentos que, por sua vez, pressionaram a valorização do Real. (A taxa de juros do Brasil é a segunda mais elevada, depois da taxa da Croácia, dentre os 55 países acompanhados pela Bloomberg). O aumento do valor do Real prejudicou principalmente os exportadores brasileiros e frustrou a tentativa do banco central de reduzir as pressões inflacionárias sobre a economia. O Brasil está

superaquecido e o interesse dos investidores estrangeiros pela economia brasileira está tornando mais fortes as tentativas de desacelerar a economia.

O Gráfico 1 ilustra a luta do Brasil com o capital estrangeiro. A linha azul acompanha a taxa de câmbio do Real, em termos nominais e ponderada de acordo com os parceiros comerciais do Brasil. Com relação ao eixo da esquerda, essa linha mostra que o Real valorizou-se tremendamente desde 2008. A linha vermelha acompanha a posição do Brasil em termos de investimento internacional líquido que se refere a quanto os brasileiros investiram no exterior – ativo – menos a quantidade de investimentos estrangeiros feitos no Brasil – passivo. Em relação aos números negativos do eixo da direita, esta linha mostra o aumento repentino da entrada de capital estrangeiro na próspera economia brasileira.



O gráfico também mostra acentuados reveses ocorridos em 2008 tanto na posição dos investimentos internacionais, quanto na do Real. Antes da crise financeira, a moeda estava se fortalecendo e os investimentos estrangeiros estavam oscilando (isto é, a situação dos investimentos estava tendendo ao negativo). No entanto, a partir do começo da crise em 2008 e estendendo-se até o início de 2009, o Real se desvalorizou de forma acentuada e a situação líquida dos investimentos reequilibrou-se consideravelmente, à medida que os investidores estrangeiros foram retirando grandes quantias de capital. As linhas de tendências para ambas as series retornaram para sua tendência pré-crise depois do final de 2009 – e, de fato, intensificaram-se naquela direção.

### **O que está errado com a política monetária tradicional?**

A experiência do Brasil é um exemplo claro de dois efeitos colaterais potencialmente negativos dos elevados fluxos de capital: 1) nos bons momentos, a moeda da EME valoriza-se fortemente, talvez até exageradamente, e as bolhas de ativos, se existentes, são exacerbadas; e 2) nos maus momentos, o capital foge do país, levando a uma maior volatilidade financeira, menos disponibilidade de crédito e acentuadas quedas na taxa de câmbio.

Os responsáveis pela política monetária do Brasil e de outras EMEs que estão vivenciando problemas similares poderiam optar por elevar as taxas de juros para desaquecer a economia e combater a volatilidade. Mas uma alta nas taxas de juros no país poderia levar a um terceiro efeito colateral negativo das entradas elevadas de capital estrangeiro. A elevação da taxa de juros na verdade aumenta o *spread* (a diferença) entre o retorno sobre o investimento em uma EME e o retorno sobre o investimento em um país desenvolvido, tornando a EME ainda mais atraente ao investimento estrangeiro. Esse *spread* é frequentemente o principal motivo do interesse do investidor estrangeiro. Em casos assim, a política monetária tem o potencial de tornar uma situação ruim em outra ainda pior.

Tomemos títulos de dívida de companhias de primeira linha como um exemplo hipotético: os investidores poderiam escolher entre o Japão a, vamos dizer, 3%, os Estados Unidos, a 6% ou o Brasil a 14%. Nessas condições, o Brasil seria naturalmente uma opção muito atraente. Esse *spread* também poderia alimentar a assim denominada “*carry trade*” por meio da qual os investidores tomam empréstimos em uma moeda com rendimento baixo e investem em outra com rendimento alto, levando a um desequilíbrio cambial ainda maior.

Para EMEs superaquecidas, controlar a inflação é prioridade máxima. Se esses países não puderem recorrer à ferramenta habitual e adequada que é tornar a política monetária mais restritiva, que medidas eles podem adotar sem que se prejudiquem ainda mais?

### **Então o controle de capital é uma solução útil ou uma política equivocada?**

O Brasil não está sozinho na sua luta com a entrada de capital estrangeiro. Durante as recentes crise financeira e recessão mundial, o pânico no mercado financeiro levou a um aumento no resgate do capital estrangeiro de várias economias do mercado emergente. Islândia, Letônia, Paquistão e outros países, todos experimentaram a repentina migração do capital estrangeiro para investimentos mais seguros – as dívidas soberanas de países mais desenvolvidos. Muitos desses países, ao reviverem a experiência da Ásia oriental, mas em escala global, começaram a questionar a opinião geral que reprova os controles de capital.

Testemunhando as experiências recentes das EMEs pós-crise e lembrando-se da experiência asiática, o FMI – juntamente com vários outros economistas em todo o mundo – começou a repensar sua posição contrária aos controles de capital. Esses economistas viram que a volatilidade inerente aos fluxos de capital para as EMEs, juntamente com a relativa impotência da política monetária nacional para combater os efeitos negativos, abriram espaço para que controles de capital implementados adequadamente sejam usados. Eles reconheceram que talvez algumas circunstâncias justificassem a gestão do capital, para permitir às EMEs superaquecidas evitar problemas como aqueles experimentados pelo Brasil e pela Ásia oriental. Consequentemente, em fevereiro de 2010 o FMI divulgou um documento afirmando que os controles de capital poderiam ser usados ocasionalmente e de forma adequada se outras ferramentas já tivessem sido utilizadas (Jonathon D. Ostry, Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi e Dennis B.S. Reinhardt; “*Capital Inflows: The Role of Controls*,” [Fluxos de Capital: O Papel dos Controles] *Nota da Posição da Equipe do FMI*). Essa mudança em relação aos controles de capital é extremamente significativa devido à repercussão nos fluxos de capital.

Da mesma forma, o Ministro da Fazenda do Brasil, Guido Mantega, mudou sua opinião anterior que censurava o uso dos controles de capital (vide, por exemplo, “Mantega denuncia os controles de capital,” disponível em [www.emergingmarkets.org/Article/2028450/Global/Mantega-denounces-capital-controls.html](http://www.emergingmarkets.org/Article/2028450/Global/Mantega-denounces-capital-controls.html)) para apoiar fortemente seu uso e até mesmo criticar a mudança de posição do FMI para criar uma estrutura para o seu uso: “Nós nos opomos a quaisquer orientações, enquadramentos ou códigos de conduta que tentam limitar direta ou indiretamente as respostas políticas dos países que enfrentam surtos voláteis de capital.” Mantega justificou parcialmente sua mudança de opinião indicando a rápida valorização do Real como presságio de uma “guerra de moedas”. De fato, os criadores de políticas monetárias de muitas economias emergentes culpam a política monetária excessivamente adaptável dos Estados Unidos – especialmente a segunda rodada de flexibilização monetária quantitativa (*quantitative easing*) do FED – por causar um aumento no fluxo de capital para os seus mercados. Mantega também criticou a política econômica da China nos últimos meses, com a sub-valorização do Renminbi chinês (vide o artigo da *EconSouth* do primeiro trimestre de 2010 “As Economias do Brasil e do Peru Prontas para Florescer no Mundo Pós Recessão”). De fato, o Brasil, na difícil posição de tentar desacelerar uma economia superaquecida e neutralizar uma moeda excessivamente forte, em vez disso instituiu o imposto sobre operações financeiras internacionais.

### **Conclusão**

Se os desequilíbrios nos fluxos de capitais globais persistirem, o Brasil e outras EMEs poderão cada vez mais lançar mão de controles de capital para recuperar o equilíbrio de suas economias, enquanto algumas grandes economias desenvolvidas – normalmente com moedas relativamente fracas — provavelmente continuarão a contestá-los. Para complicar o debate temos o fato de que as economias avançadas começaram a valer-se de intervenções monetárias, medidas bastante similares aos controles de capital, mas menos “intervencionistas.” Por exemplo, nas últimas semanas a Suíça e o Japão também intervieram para refrear a valorização excessiva de suas moedas, o franco suíço e o iene. Uma coisa é certa, o debate sobre controles de capital, que parece ter sido estabelecido somente recentemente, está longe do fim.

*Este artigo foi escrito por Andrew Flowers, analista econômico do FED de Atlanta.*