

Texto de Discussão 01/2003- Abril de 2003

Fluxos de Capitais: Liberdade ou Controle?

Celso A. M. Pudwell¹

1. Introdução

A Área de Livre Comércio das Américas (ALCA), proposta em 1994 pelos EUA, e que deve entrar em vigor em 2005 nos 34 países que compõem a região (exceto Cuba), pretende ser uma área de livre comércio de bens e serviços.

Uma área de livre comércio é aquela em que pelo menos 85% dos bens comercializados têm alíquota de importação zero. Difere da União Aduaneira na medida em que permite aos países membros a imposição de alíquotas ou políticas de comércio exterior diferenciadas em relação aos países não-membros da área (isto é, não há a criação da tarifa externa comum – TEC). Além disso, os países que compõem a área não precisam harmonizar suas políticas macroeconômicas, como aconteceria caso fosse um mercado comum.

No entanto, assim como o NAFTA (Acordo de Livre Comércio da América do Norte, que reúne EUA, Canadá e México) a ALCA procura dar, não somente uma maior liberdade ao comércio de bens e serviços, como também uma redução das barreiras à movimentação de capitais estrangeiros, bem como resguardar os direitos dos investidores estrangeiros nos países receptores de capitais (Pudwell, 2003).

Neste sentido, o objetivo deste texto é discutir, dada a importância do tema, a faceta do acordo sobre investimentos estrangeiros que será adotado no âmbito da ALCA (ALCA, 2002): o grau de liberdade que será concedido aos movimentos do capital estrangeiro; a dificuldade encontrada pelos países receptores em diferenciar dentre os capitais ingressantes aqueles capitais de curto e longo prazos; a soberania que será delegada aos países para determinar, autonomamente, sua política macroeconômica; e a possibilidade de adoção de controles seletivos na entrada de capitais estrangeiros por parte dos países membros.

¹ Analista do BRDE e Professor do Departamento de Economia da PUC/RS. O texto não expressa, necessariamente, a opinião das instituições acima citadas. Agradeço as correções feitas pelos colegas André Pineli, Luís Antônio Concli e Paulo Renato Ferreira da Silva, todos do BRDE, eximindo-os de qualquer erro ou omissão.

2. ALCA – Acordo sobre Investimentos Estrangeiros²

Conforme as cláusulas atualmente em discussão, a participação de um país na ALCA exigirá a definição de um conjunto de regras com relação à entrada e à saída de investimentos estrangeiros (e de seus rendimentos) de seu território. Assim, não será aceito que um país membro (receptor) realize determinadas exigências com relação ao recebimento de um investimento estrangeiro, proveniente de outro país membro (investidor). As principais proibições referem-se às:

a) exigências das empresas estrangeiras com relação a requisitos de desempenho. Será vetado ao país receptor determinar volumes ou percentuais de exportação, grau de nacionalização da produção, compra ou preferência por fornecedores locais, vinculação entre volume importado e exportado ou entre o volume importado e o volume de divisas (receitas em moeda estrangeira) gerados pela empresa, assim como condicionar o desempenho a concessão de incentivos ou vantagens;

Assim, a ALCA pretende que a liberdade dos investimentos estrangeiros, não seja restringida por requisitos de desempenho. Tais requisitos têm sido utilizados por diversos países, sejam eles desenvolvidos ou em desenvolvimento. O Canadá, por exemplo, só aboliu tais requisitos em 1988, em função de um acordo de livre comércio com os Estados Unidos. Em recente acordo com os Estados Unidos, em 2002, o Chile também veio a reduzir os controles sobre investimentos estrangeiros.

A justificativa para a exigência de tais requisitos se deve ao fato de que alguns países, sobretudo aqueles em desenvolvimento, ao receber investimentos estrangeiros, podem estar assumindo compromissos futuros em moeda estrangeira incompatíveis com a capacidade de pagamento do país. De fato, o objetivo de todo investimento estrangeiro é remeter lucros e dividendos em moeda estrangeira durante seu período de permanência.

Além disso, várias empresas multinacionais mantêm fornecedores fora do país receptor, com diversificados níveis de importação de componentes. Como muitas destas empresas procuram, nas grandes economias emergentes - como Brasil, China e Índia - o mercado interno, isso significa que aquelas obterão receitas em moeda nacional, mas promoverão diversos pagamentos (insumos importados e remessas de lucros e dividendos) em moeda estrangeira, gerando, portanto um déficit anual em termos de divisas.

² Esta seção está baseada em ALCA (2002).

Sendo assim, dependendo do volume de ingresso e de sua destinação setorial, os investimentos realizados por essas empresas podem pressionar negativamente as reservas cambiais e o balanço de pagamentos de um país, embora sejam geradores de emprego e renda. Para se proteger desses efeitos negativos, várias economias procuram ter algum controle/registo de tais investimentos, uma vez que precisam fazer políticas compensatórias de geração de divisas para receber tais investimentos.

O cuidado que os países devem ter na absorção de investimentos estrangeiros é alertado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI, 1998), mesmo com relação àqueles de longo prazo. Assim, um país deve se preocupar com a solvência em moeda estrangeira, em virtude do possível hiato entre as importações e remessas de lucros e a geração de divisas em moeda estrangeira das empresas multinacionais.

b) exigências com relação a pessoal chave. Não será permitido aos países membros, a imposição de requisitos com relação à contratação de residentes (pessoas de nacionalidade do país receptor) em postos chave das empresas estrangeiras (multinacionais);

A justificativa deste item é porque alguns países querem reservar parte dos postos chave das empresas multinacionais para pessoas residentes, buscando a apropriação de métodos de gestão e do conhecimento tecnológico. Este é o caso da China, que mantém este tipo de exigência. Além disso, são nos cargos mais elevados das empresas que se encontram os maiores salários.

c) interferências nas transferências das empresas estrangeiras. Não será permitido que os países receptores restrinjam, de qualquer forma, as transferências de lucros, dividendos, juros, *royalties* e demais receitas dos investimentos estrangeiros em moeda estrangeira;

d) exigências de transferência de conteúdo tecnológico ou processo produtivo.

Este veto decorre da “queda de braço” entre as empresas multinacionais e os países receptores de investimentos: as primeiras procuram manter seus departamentos de pesquisa e desenvolvimento nas matrizes, enquanto os países receptores têm interesse em absorver novas tecnologias, uma vez que o domínio do processo inovativo é fundamental para o desenvolvimento de um país.

Assim, o acordo da ALCA, até o presente momento, restringe a possibilidade dos países membros adotarem instrumentos de política industrial em relação às empresas multinacionais, cuja origem do capital seja de um país membro, tais como

políticas de atração de empresas exportadoras ou de concessão de incentivos financeiros para que cumpram determinados requisitos de desempenho, bem como de uma política de solvência para o balanço de pagamentos, que leve em consideração tais investimentos.

3. Diferenciação entre Investimentos e Aplicações Financeiras

Os artigos do capítulo sobre investimentos da ALCA, que se encontra em discussão, parecem referir-se aos investimentos estrangeiros diretos, de cunho produtivo, não-financeiro, e de longo prazo. No entanto, a definição de investimento é bastante ampla:

- aquisição ou a constituição de uma empresa, a compra ou posse de ações, a compra ou posse de instrumentos de dívida de uma empresa (que não sejam dívida do governo) com vencimento original mínimo de três anos, empréstimos entre matriz e filial, com vencimento original de pelo menos três anos, créditos, obrigações, debêntures, futuros, opções, derivativos, dinheiro em banco, concessões, licenças, reinvestimento de renda, entre outros.

Embora este capítulo (ALCA, 2002) pareça não classificar como investimento os fluxos meramente financeiros ou a compra de ações com finalidade puramente especulativa há, atualmente, dada a multiplicidade de instrumentos financeiros e a abrangência do conceito de “investimento” acima descrito, uma enorme dificuldade de se diferenciar claramente os capitais produtivos estrangeiros de longo prazo dos capitais de curto prazo, que buscam nos países receptores ganhos com juros e desvalorização/apreciação cambial.

Hoje, as corporações multinacionais são grandes centros financeiros, que utilizam sua estrutura financeira não somente para dar suporte às suas operações tradicionais, como também ter resultados em investimentos em bolsas de valores, em aplicações financeiras variadas e com a compra e venda de moeda estrangeira.

Não somente as empresas multinacionais procuram ganhos nos mercados financeiros, como praticamente todas as empresas utilizam suas sobras de recursos a fim de maximizar seus ganhos e diversificar suas aplicações e riscos. Sendo assim, torna-se cada vez mais difícil, no atual cenário de integração econômico-financeira, distinguir os investimentos das aplicações financeiras.

Um empréstimo entre matriz e filial ou um instrumento de dívida com vencimento superior a três anos pode ter finalidades diversas. Além disso, grande parte dos instrumentos de dívida contem a cláusula de *put option*, que significa que o credor pode exercer, a qualquer momento, seu direito de ressarcimento, embora o vencimento possa ser superior a três anos.

Contudo, mesmo a compra de ações é de difícil diferenciação entre um investimento de longo prazo e um investimento de curto prazo pois as compras e vendas dependem do movimento de preços³. Por sua vez, operações futuras, como as opções e derivativos têm claramente finalidade especulativa, em grande parte das operações⁴.

4. Excesso de Capitais e o Potencial de Crise Cambial

A partir de uma maior integração financeira ocorrida nas décadas de 1980 e 1990, com a abertura financeira das economias, com o advento de novas tecnologias na área da informática e das telecomunicações e com a constituição dos chamados “mercados emergentes”, pode se observar a emergência de um novo ciclo nas finanças internacionais.

Este novo ciclo é marcado pela liberdade com que grandes fluxos de capitais, muito superiores à produção de bens e serviços das economias, cruzam as fronteiras dos países de forma instantânea, em busca das melhores oportunidades de ganhos em taxas de juros e, sobretudo, com variações nas taxas de câmbio.

Do imediato pós-guerra até a primeira metade da década de 1970, praticamente todos os países restringiam ou proibiam o livre fluxo de capitais estrangeiros, adotando controles de entrada e saída de moeda estrangeira. Somente a partir de meados da década de 1970, é que as economias desenvolvidas começam a adotar maior liberdade aos fluxos estrangeiros (Caves, et al., 2001).

Nas economias em desenvolvimento, a liberalização financeira teve início na década de 1990. Estas economias viram, na abertura financeira aos capitais internacionais, a possibilidade de ampliarem sua capacidade de compra de bens e serviços estrangeiros a partir do ingresso de capitais, modernizando, assim, suas economias, bem como atraindo investimentos de empresas multinacionais.

³ No Brasil, considera-se que toda vez que há a compra de mais de 10% do capital acionário de uma empresa, tal investimento é classificado como direto, e para valores inferiores a 10%, tal investimento é tido como de carteira. No capítulo da ALCA sobre investimentos, não há esta diferenciação.

⁴ Estas operações podem também ter um caráter de segurança (*hedge*), quando a intenção do investidor é de, tão somente, se precaver contra uma variação desfavorável no valor de um ativo no futuro.

No entanto, a liberalização financeira ocorrida nas últimas duas décadas, embora tenha ampliado a capacidade de endividamento/financiamento dos países, resultou também em inúmeras crises financeiras, principalmente nas economias em desenvolvimento⁵.

O ingresso de capitais internacionais em um país, sob qualquer forma (empréstimos, financiamentos, investimentos diretos, investimentos em carteira), gera uma obrigação futura em moeda estrangeira, aumentando o passivo externo do país. Se, no entanto, este país não aumentar suas reservas em moeda estrangeira, via aumento das exportações, passa a existir um descolamento na relação passivo externo/reservas cambiais, o que resulta freqüentemente em crises cambiais e de balanço de pagamentos.

Várias economias podem estar recebendo volumes de capitais estrangeiros muito superiores às condições de absorção destes capitais. A Cepal (2002, p. 56) sustenta a tese de que:

“as crises financeiras internacionais são formadas durante os períodos de entrada excessiva de capitais, que minam aos poucos os fundamentos macroeconômicos dos países receptores. Assim, as crises são consequência inevitável das entradas desmedidas de capitais que as antecedem”

Por isso, vários países procuram adotar requisitos de desempenho para o ingresso de investimentos externos e/ou controles seletivos de entrada de capitais para evitar o ingresso de capitais tidos como “especulativos”.

Como foi visto, o ingresso de investimento direto, pode gerar pressão negativa e constante sobre o balanço de pagamentos, se for direcionado a setores com altos coeficientes de importação e baixos níveis de exportação, além das suas remessas normais de lucros e dividendos.

A entrada excessiva de capitais estrangeiros em um país, sobretudo em uma economia em desenvolvimento, pode desencadear uma série de problemas, conduzindo à deterioração de importantes variáveis e relações macroeconômicas e, portanto, criando as bases para uma crise cambial, principalmente se forem capitais de curto prazo.

⁵ Isto se deve ao fato de que para estas economias, os fluxos de capitais estrangeiros representam volumes significativos com relação ao PIB, à oferta de moeda ou ao mercado acionário, em contraposição às economias desenvolvidas, onde estes fluxos são menos significativos, em termos relativos. Sobre este ponto, vide Cepal (2002, p.61)

Os chamados capitais “especulativos”, “voláteis” ou de curto prazo são atraídos pela possibilidade de ganhos com compra e venda de moeda estrangeira, ações ou através de arbitragem com juros.

A arbitragem com juros significa que se a taxa de juros de um país (i), for superior à taxa internacional de juros (i^*), incluindo nesta última o risco-país (R_p) e a desvalorização esperada da taxa de câmbio (\hat{e}), vale a pena este capital aplicar neste país, obtendo a taxa de juros nacional.

Esta arbitragem pode então ser expressa na paridade de juros:

$$(1) \quad i = i^* + \hat{e} + R_p$$

Assim, se $i > i^* + \hat{e} + R_p$, este país receberá influxos consideráveis de capitais. Muitas vezes, os países, a fim de combater a inflação e/ou controlar o nível de demanda agregada, mantêm taxas de juros que estimulam o ingresso de capitais de curto prazo, se não houver barreira ao ingresso de capital. Esta equação de arbitragem também pode ser estendida para ganhos com compra e venda de moeda estrangeira, valorização acionária, imobiliária ou com aquisição de terras.

Assim, um dos principais indicativos da probabilidade de uma crise cambial é a relação entre passivos externos/capacidade de geração de divisas (incluindo reservas internacionais).

Por sua vez, quanto melhor forem os fundamentos macroeconômicos do país em questão, maior será a atração de capitais, tendo em vista que uma queda no risco-país, com o país mantendo um diferencial de juros para conter pressões inflacionárias ou sobre a demanda agregada interna, faz com que a desigualdade na paridade de juros apresentada na equação (1) aumente em favor deste país. Além disso, quando os fundamentos estão relativamente bem, tende a haver uma valorização acionária⁶ ou de outros ativos, estimulando ainda mais o ingresso de capitais.

Logo, pode ocorrer um processo de **estabilização desestabilizadora**⁷ porque, quando os fundamentos estão relativamente bem (estabilização), o influxo de capitais deteriora os fundamentos (desestabilização), conduzindo, no futuro, à crise cambial.

Este processo pode ser verificado nas recentes crises cambiais do México (1994) e dos países do sudeste asiático (1997), tidos como países de baixo risco pelas principais agências de risco e investidores internacionais, os quais sucumbiram diante de elevados

⁶ Quando há uma valorização cambial, o valor \hat{e} da equação 1 aparece com valor negativo, o que aumenta o diferencial de remuneração a favor da taxa local de juros: $i > i^* + R_p + \hat{e}$.

⁷ Esta idéia pode ser encontrada em Minsky (1986) e Cepal (2002).

influxos de capitais, que geraram valorização cambial, déficits comerciais e em conta corrente crescentes e bolhas “especulativas” em diversos ativos. Note-se que o influxo de capital nestes economias foi muito superior à necessidade de financiamento da conta corrente.

Assim, o influxo excessivo de capitais estrangeiros possui efeitos indesejados. O **primeiro** deles é a valorização excessiva da taxa de câmbio. À medida em que cresce a oferta de divisas, o preço da moeda estrangeira cai, estimulando as importações e desestimulando as exportações. Consequentemente, o superávit comercial se reduz, chegando, até mesmo, a converter-se em déficits crescentes, que só serão revertidos a partir da inversão de tais fluxos e da desvalorização, algumas vezes abrupta, da taxa de câmbio.

O **segundo** efeito deletério é o aumento da oferta monetária nacional decorrente do ingresso de capitais externos. Isto estimula o nível de demanda agregada, fazendo com que aumente o nível de importações e reduza as exportações, podendo produzir um déficit na conta corrente, inclusive um déficit acima do nível considerado sustentável pelo governo. Este estímulo é resultado de uma possível queda nas taxas de juros, o que incentiva o consumo das famílias e o investimento privado (Le Fort e Lehmann, 2000).

O **terceiro** efeito indesejável refere-se ao possível impacto inflacionário do aumento da oferta monetária, decorrente do ingresso de capitais externos.

Visando evitar o segundo e o terceiro efeitos supracitados, quais sejam, de estímulo à demanda agregada e de pressão sobre a taxa de inflação, o governo procede a **operações de esterilização** monetária. Isso ocorre quando o governo vende títulos públicos para reduzir a expansão da oferta monetária criada pelo influxo de capital. Com isto, as taxas de juros não caem, há menor estímulo à demanda agregada e menor pressão sobre a inflação.

Porém, as operações de esterilização dão origem a um **quarto efeito**. Todo ingresso de capital, além de elevar o passivo externo, estará, agora, aumentando a dívida pública interna. Assim, há endividamento externo e interno simultaneamente, e tal endividamento é feito justamente no sentido de neutralizar os efeitos do capital externo, ou seja, o ingresso de capital não está tendo nenhum efeito doméstico expansionista sobre a demanda agregada. Logo, ocorrerá, também, aumento do déficit público, uma vez que as despesas do governo com o pagamento de juros deverão se elevar, com o aumento da dívida interna.

A desigualdade na paridade de juros e um cenário otimista para a economia de um país, tende a atrair volumosos recursos, sem a necessária capacidade de geração de

divisas em volume compatível com o ingresso e remuneração dos capitais entrantes, cujos efeitos indesejáveis ultrapassariam os possíveis benefícios associados a tal ingresso.

5. As Vantagens Possíveis de um Controle Seletivo de Entrada de Capitais

Com o intuito de garantir maior liberdade às políticas macroeconômicas de cada país, principalmente à política monetária, e uma inserção soberana dos países nos mercados financeiros internacionais, o capítulo sobre investimentos da ALCA atualmente em discussão, deveria ser modificado, permitindo que cada país tenha autonomia de legislar sobre o ingresso de capital estrangeiro, assim como ocorre com a União Européia (Batista Jr., 2003).

Esta modificação ensejaria, principalmente, a possibilidade da imposição de controles de entrada de capitais. Tais controles poderiam ser exercidos tanto sobre investimentos diretos estrangeiros como sobre os capitais de curto prazo. Normalmente, no entanto, tais controles tendem a ser seletivos, restringindo-se aos capitais especulativos, sem fazer maiores restrições ao ingresso de capitais para investimento.

As possíveis vantagens da adoção de controles seletivos da entrada de capitais podem ser assim enumeradas:

1. **maior controle sobre a taxa de câmbio:** havendo menor ingresso de capitais de curto prazo, menor será a probabilidade de apreciações ou depreciações cambiais exageradas ou indesejáveis na concepção do Banco Central, no regime de câmbio flutuante, e no regime câmbio fixo, menor será a necessidade de intervenção do Banco Central para manter a paridade estabelecida;
2. **maior controle sobre a oferta monetária:** toda vez que há um ingresso ou saída de capital estrangeiro do país, a oferta monetária nacional também varia. Logo, a oferta monetária sofrerá fortes variações, com impactos inflacionários nos momentos de expansão monetária ou deflacionários, em momentos de intensa saída de capital, conduzindo a oscilações bruscas nas taxas de juros, prejudicando, com isso, o crescimento econômico;
3. na tentativa de evitar uma flutuação excessiva da oferta monetária e das taxas de juros, o governo lança mão da **esterilização**. No entanto, esta atitude, ao **manter o diferencial de juros**, eleva o nível de despesas com

juros do Estado, **umenta o déficit público** e o endividamento governamental. A esterilização, além de manter o diferencial de juros, pode até ampliá-lo, no sentido de fornecer uma ativo de alta liquidez (títulos públicos) e de menor risco ao capital estrangeiro;

4. existem indicações de que o aumento excessivo do ingresso de recursos externos através da conta capital está relacionado com certa **perda de controle do governo sobre o nível de demanda agregada presente e futura**⁸ (mesmo na presença de políticas de esterilização) e **sobre o nível desejado/aceitável de déficit na conta corrente** (Le Fort e Lehamann, 2000)⁹;
5. a elevação do déficit em conta corrente, do passivo externo, do aumento entre M2/reservas¹⁰, do déficit público, a ocorrência de uma sobrevalorização cambial e de uma piora na conta comercial são todos fatores que **umentam o nível de risco do país** e pioram a captação externa de recursos de longo prazo;
6. **maior controle da política monetária**¹¹. Com a introdução do controle de entrada de capitais, o país pode ter uma taxa de juros interna superior à taxa de juros externa, já levando em conta o risco país e a expectativa de desvalorização cambial. Sem o controle, uma taxa de juros interna mais elevada atrairia grandes fluxos de capitais “indesejados” Assim, torna-se impossível praticar uma taxa de juros mais elevada do que a taxa externa, em uma economia com conta capital totalmente aberta à entrada;
7. auxilia na adoção do sistema de metas de inflação, uma vez que torna-se mais fácil atingir as metas de inflação quando o Banco Central possui maior controle sobre a política monetária¹²;

⁸ O impacto no déficit em conta corrente futuro se dá em função do pagamento de juros e dividendos resultantes do acúmulo de um déficit em conta corrente no presente.

⁹ Há uma relação significativa entre o influxo de capital e o nível de demanda agregada no caso do Chile, por exemplo, o que faz com que o influxo de capital reduza os efeitos de uma política monetária contracionista e o gerenciamento da demanda agregada e do déficit em conta corrente. Nesse ponto, veja Le Fort e Lehmann (2000)

¹⁰ O valor de M2 é dado pelo valor do papel-moeda em poder do público, dos depósitos à vista e do montante de títulos públicos federais. A esterilização aumenta a relação entre M2/Reservas, que é um dos principais indicadores de fragilidade financeira externa. Assim o valor de M2, dado o diferencial de juros, sobe a uma taxa superior à taxa de aumento do nível das reservas.

¹¹ A autonomia de um país na prática de sua política monetária era uma das principais bandeiras do economista inglês Keynes em suas críticas ao padrão ouro (Keynes, 1985, Cap. 22).

¹² O Chile adotou o sistema de metas de inflação no final dos anos 1980, e o controle seletivo de capitais em junho de 1991.

8. melhora a composição da conta capital e financeira do país¹³, levando em consideração que os fluxos de curto prazo são penalizados com custos bem mais elevados do que os custos aplicados aos capitais de longo prazo.

Importante destacar que o controle seletivo de entrada de capitais é um instrumento flexível, podendo ser imposto em momentos de excessivo ingresso de capitais e abandonado mediante a necessidade da política macroeconômica em se adaptar à queda ou à escassez de fontes externas de financiamento. O momento de sua adoção, a duração e o nível de custo imposto ao capital que ingressa são decididos pelo Banco Central levando em conta as necessidades do país e a conjuntura externa.

6. O Uso do Controle Seletivo no Chile

Várias economias têm procurado adotar controles sobre a entrada de capitais. No caso da América Latina, o destaque é o Chile, embora outras economias do continente também imponham formas diferenciadas de controle, inclusive o Brasil.

No caso chileno, exige-se o depósito, junto ao Banco Central, de um percentual do capital estrangeiro ingressante, pelo período de um ano, de forma não remunerada. Portanto, trata-se de um depósito compulsório incidente sobre o influxo de capital. Este depósito é chamado de “encaixe”.

Buscando selecionar os capitais entrantes, tal encaixe gera um custo de oportunidade proporcionalmente maior para os fluxos de curto prazo, sendo mais reduzido para capitais de longo prazo. O valor percentual do depósito e a abrangência do encaixe sobre diferentes tipos de capitais dependem da maior ou menor restrição que o Banco Central pretenda para o capital externo.

O Chile já se utilizou deste sistema no período de 1978-82 e, mais recentemente, entre 1991 e 1998. No primeiro período, o sistema não conseguiu evitar o ingresso de capitais, que sob uma política de câmbio fixo, com taxas elevadas de juros, permitiu um diferencial de retorno para aplicações domésticas significativo, o que atraiu grandes fluxos de capital, sobrevalorizando em termos reais a taxa de câmbio e deteriorando o saldo em conta corrente, o que levou a uma grave crise cambial e financeira no período 1981-85.

No segundo período, a aplicação do “encaixe” conseguiu moderar o ingresso de capital e melhorou substancialmente a composição da conta capital, substituindo os

¹³ Neste ponto, veja Edwards, S. (1999), p.74

fluxos de curto prazo, que correspondiam a 96,3% dos influxos totais em 1991, para apenas 2,8% em 1997, sendo o restante de capitais de longo prazo.

Porém, é possível que os níveis impostos do “encaixe” tenham sido ainda baixos no período recente e não permitiram uma redução maior do ingresso estrangeiro no país, o que acabou levando a um déficit em conta corrente constante e significativo na década de 1990.

No bojo da crise vivida pelo sudeste asiático em 1997, as exportações do Chile para aquela região, que figurava entre seus principais mercados, tiveram queda substancial. Além disso, a crise asiática resultou em uma queda expressiva dos fluxos de capitais para as economias emergentes, proporcionando dificuldades no financiamento do déficit em conta corrente. Desta forma, o Chile aboliu o “encaixe” em setembro de 1998 e permitiu maior flutuação da taxa de câmbio.

Em recente acordo com o Nafta, feito em meados de 2002 e que vinha sendo negociado há muitos anos, o Chile aceitou reduzir, em parte, o controle seletivo de capitais, assim como os Estados Unidos toleraram algum nível de controle por parte daquele país (BBC Brasil, 2002)¹⁴.

A intenção do controle chileno é justamente alterar a desigualdade da paridade de juros, incluindo um custo financeiro do “encaixe” (CFE). Logo:

$$(2) \quad i = i^* + R_p + \hat{e} + CFE$$

A vantagem da adoção do “encaixe” é permitir que o país pratique taxas de juros mais elevadas com relação às taxas internacionais e tornar a política monetária mais efetiva, sem incorrer na atração de influxos externos excessivos.

7. O Caso Atual do Brasil

No Brasil, o instrumento utilizado pelo Banco Central para desestimular o ingresso excessivo de capital estrangeiro, no início do Plano Real (1994-95), foi o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), aplicado na tomada de empréstimos no exterior, por exemplo. Assim, o IOF pode ter sua alíquota variável conforme queira-se atrair ou impedir o ingresso de capitais.

¹⁴ Os Estados Unidos deixaram de assinar um acordo de livre comércio com Cingapura justamente pelo controle na entrada de capital que este país pratica.

No entanto, a efetividade do IOF em reduzir o ingresso de capitais está condicionada, como em todos os controles seletivos de entrada, ao seu efetivo custo e à sua abrangência em termos de capitais estrangeiros serão atingidos. Quanto menor for a abrangência, mais fácil será o ingresso de capital¹⁵.

Além disso, outras formas de controle também são exercidas. Um exemplo é a proibição, imposta aos não-residentes, da compra de títulos públicos, no programa “Tesouro Direto”. Isto visa, justamente, reduzir a possibilidade de arbitragem. No entanto, em vários casos, os controles podem tornar-se ineficazes, pois os agentes conseguem, de alguma forma, escapar a tais controles.

Empresas nacionais ou multinacionais que operam no país (tidas como residentes) podem obter recursos externos para aplicar internamente em títulos da dívida pública, realizar aplicações em bolsa de valores, comprar e vender moeda estrangeira, entre outras. Logo, a efetividade de qualquer controle em limitar o ingresso de capital estrangeiro, que não atue também sobre tais ingressos de capitais terá um alcance muito limitado.

A aplicação de um “encaixe” ou do IOF, se abrangente e com um custo significativo, tem a vantagem de melhorar a composição dos fluxos de capital e impedir, mesmo que parcialmente, os efeitos adversos de um influxo de capital.

O Brasil vem experimentando, em 2003, um contínuo ingresso de capitais estrangeiros (sobretudo de curto prazo) e uma contínua valorização da moeda nacional. Isto deve-se à queda do risco-país, da reversão nas expectativas negativas do mercado financeiro nacional e internacional com relação ao novo governo e no diferencial de rentabilidade dos ativos domésticos nacionais *vis-à-vis* aos estrangeiros.

Observa-se que desde o 2º semestre de 2002, o Brasil vem tendo expressivos superávits comerciais, fruto da desvalorização cambial em 2002 e do desaquecimento econômico nos últimos dois anos.

Sendo assim, a apreciação cambial recente e a volta ao crescimento da economia brasileira (quando vier a acontecer) poderão levar a uma importante deterioração da conta comercial e da conta corrente, revertendo os incipientes superávits alcançados na conta corrente.

¹⁵ No caso chileno, é possível observar que as empresas procuraram ingressar com capitais para a obtenção de ganhos de curto prazo, procurando assumir forma de financiamento de longo prazo. Neste sentido, se a abrangência sobre os tipos de capital for menor, a tendência é do ingresso de fluxos de curto prazo (Edwards, 1999).

Dado que o país vem reduzindo rapidamente o seu déficit em conta corrente¹⁶, serão os pagamentos das amortizações dos empréstimos externos que demandarão o maior volume de recursos. Caso o influxo venha a ser superior a estas amortizações, ele provavelmente será esterilizado pelo governo brasileiro e, portanto, não surtirá efeitos na economia, trazendo apenas os efeitos negativos deste capital, já descritos neste texto.

Dada a oportunidade, talvez fosse o momento do Brasil pensar na adoção de controles seletivos de capital para evitar uma apreciação cambial prejudicial às contas externas, bem como impedir a contratação de um passivo externo incompatível com seus ativos em moeda estrangeira, além de obter maior autonomia sobre a política monetária, fundamental no sistema de metas de inflação e de câmbio flutuante.

Referências Bibliográficas

ALCA – Minuta de Acordo/Capítulo sobre Investimentos, novembro de 2002, disponível em www.ftaa.alca.org/alca_p.asp

BALDINI JR. R. **Controles de Capital no Chile** Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, nº 02, julho, 2001.

BATISTA JR. P. N. “Um debate na Alemanha” **Folha de São Paulo**, dia 03 de abril de 2002 (caderno dinheiro)

BBC Brasil “Chile espera investimentos com acordos econômicos” 29/02/2002 Disponível em www.bbc.co.uk/portuguese/noticias/021227_chileeconom.shtml

CARVALHO, F. C. (org.) **Economia Monetária e Financeira** Rio de Janeiro: Editora Campus, 2001.

CAVES. R. E.; FRANKEL, J. A. e JONES, R. W. **Economia Internacional – Comércio e Transações Globais** São Paulo: Editora Saraiva, 2001.

CEPAL “Promoção da estabilidade dos fluxos de capital para o financiamento do desenvolvimento” In: **Crescer com Estabilidade – O financiamento do desenvolvimento no novo contexto internacional** Rio de Janeiro: Editora Campus, capítulo 2, 2002.

CUNHA, A. M. **Crises financeiras: o que há de errado?** março, 2001, mimeo.

¹⁶ Em fevereiro de 2003, o déficit em conta corrente foi reduzido a 1,22% do PIB, com referência aos últimos 12 meses.

DELFIM NETTO, A. “O juro e a mágica besta” **Revista Carta Capital**, 26 de março, p. 19, 2003.

EDWARDS, S. *How are Capital Controls?* **Journal of Economic Perspectives** – Volume 13, Number 4, p. 65-84, 1999

FEIJÓ, C. (org.) **Contabilidade Social - O Novo Sistema de Contas Nacionais do Brasil** Rio de Janeiro: Editora Campus, 2001.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (IMF) *Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability In: World Economic Outlook*, p. 74-97, mai, 1998.

FOLHA DE SÃO PAULO “Economista vê euforia demais no mercado” 03 de abril de 2002 (caderno dinheiro).

GONÇALVES, R. (org.) **Economia Internacional – Uma Perspectiva Brasileira** Rio de Janeiro: Editora Campus, 1999.

HERMANN, J. **O Modelo de liberalização financeira dos anos 90: ‘Restatement’ ou auto-crítica?** Texto de Discussão UFRJ, nº 01, 2002.

KEYNES, J. M. **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda** São Paulo: Editora Nova Cultural, 1985.

LE FORT, G. e LEHMANN, S. **El encaje, los flujos de capitales y el gasto: una evaluación empírica** Documentos de Trabajo nº 64, Banco Central de Chile, febrero, 2000.

MINSKY, H. P. *Stabilizing an Unstable Economy* New Heaven, 1986.

MIRANDA, M. C. **Crises Cambiais e Ataques Especulativos no Brasil** Trabalhos para Discussão, nº 32, Banco Central do Brasil, novembro, 2001.

MISKIN, F. S. *Global Financial Instability: Framework, Events, Issues* **Journal of Economic Perspectives** – Volume 13, Number 4, p. 3-20, 1999

PAINCEIRA, J. P. e CARCANHOLO, M. D. **Abertura financeira e vulnerabilidade externa na América Latina: os impactos sobre Brasil, México e Argentina**, Texto de Discussão IE/UFRJ, nº 04, 2002.

PUDWELL, C. A. M. **ALCA ou NAFTA? Ameaças e Oportunidades** Nota Técnica BRDE, 2003.