

1 INTRODUÇÃO

A literatura econômica internacional tem dado grande destaque aos efeitos desestabilizadores da globalização financeira, principalmente após a liberalização das contas de capital do balanço de pagamentos realizada por países desenvolvidos nas décadas de 1970 e 1980 e posteriormente na década de 1990 por diversos países em desenvolvimento.

Entre as diversas propostas de reforma da “arquitetura financeira internacional” a fim de criar um ambiente mais estável está a taxação do movimento internacional de capitais¹. A idéia, em verdade, é defendida desde Keynes, que apontou em 1936 que um imposto sobre transação financeira poderia fortalecer o peso dado aos fundamentos de longo prazo na precificação dos ativos pelos investidores. Posteriormente, a idéia se popularizou ainda mais na academia através da proposta do *Tobin Tax*².

Atualmente, muita literatura tem sido desenvolvida defendendo a imposição de controles de entrada de capitais, principalmente ao estilo do Chile nos anos 1990³. O intuito seria minimizar os efeitos em economias emergentes da instabilidade dos fluxos de capitais e para reduzir a vulnerabilidade destes países a crises financeiras (Stiglitz [1999], Ito e Portes [1998], Eichengreen [1999], Fischer [2002]).

Estes artigos defendem em linhas gerais o que podemos denominar de controles *ex-ante* de capitais, ou seja, restrições definidas anteriormente à entrada dos investimentos e, portanto, contemplam o respeito aos contratos. Este tipo de controle difere do que se convencionou chamar na literatura de controles de saída de capital, os quais se caracterizam por serem impostos *ex-post* à entrada de capitais e podem ser vistos como uma quebra de contrato com os investidores estrangeiros que já investiram

¹ Rogoff [1999], Eichengreen[1999], Stiglitz[1999] e Fischer[2002] são excelentes referências sobre as diversas propostas de reforma do sistema financeiro internacional.

² Tobin[1978] e Eichengreen, Tobin e Wyplosz [1995]

³ Vide Apêndice 1.

os recursos no país.

Nesta dissertação estaremos interessados em abordar os efeitos de controles *ex-ante* de capitais. Ao contrário dos controles *ex-post*, os controles *ex-ante* não devem ocasionar perda de reputação ao país, uma vez que fazem parte do contrato com o investidor estrangeiro antes de ele investir. Analisaremos a eficácia dos controles de entrada em restringir os capitais de curto prazo e alterar a composição dos influxos financeiros.

Os controles de entrada têm sido sugeridos pela literatura como possível instrumento de política econômica para gerenciar excesso de influxo de capitais em países emergentes. Em períodos de maior liquidez e menor aversão ao risco internacional é comum observarmos forte migração de fluxos financeiros para os países da América Latina e na Ásia. O ano de 2004 foi um clássico exemplo deste ambiente: o *Dollar Weakness*, ou seja, a expectativa de maior depreciação do Dólar Americano em função do esperado processo de reversão do déficit em conta corrente dos Estados Unidos⁴, junto com as baixas taxas de juros básicas nos países desenvolvidos, implicou num grande influxo de capitais nos países emergentes. Como resultado, a Colômbia adotou controles de entrada de capitais para evitar a rápida apreciação de sua moeda, e diversos países, incluindo Brasil, Rússia, China, Japão e outros asiáticos passaram a acumular reservas internacionais a passos largos a fim de gerenciar a abundância de entrada de divisas externas. Neste contexto, a discussão sobre os controles de entrada de capitais tem ganhado bastante fôlego entre os economistas.

O objetivo principal ao impor o controle de entrada seria tentar conter o influxo de capitais de curto prazo, vistos como mais voláteis e fungíveis, e assim, mais relacionados à volatilidade excessiva nas taxas de câmbio e às paradas bruscas (*sudden stops*) de financiamento externo. Com efeito, muitos artigos defendem que os investimentos de *portfólio* tendem a ser mais instáveis do que, por exemplo, o investimento direto, pois ativos financeiros podem ser vendidos mais facilmente que ativos reais podem ser liquidados (Dixit e Pyndick [1994], Frankel e Rose [1996],

⁴ Obstfeld e Rogoff [2000], Obstfeld e Rogoff [2004], Roubini [2004], Blanchard e Giavazzi [2005] são boas referências para discussão do processo esperado de enfraquecimento do Dólar Americano em função do recorde déficit em conta corrente dos Estados Unidos.

Dornbusch [1998]). E ainda, no cenário financeiro internacional dos dias de hoje existem os *Hedge Funds*, dentre os quais muitos estão interessados em ganhos de curtíssimo prazo. Estima-se que há cerca de US\$ 1 trilhão na mão destas instituições financeiras⁵, e assim, junto com a maior tecnologia de informação, os fluxos de capitais financeiros adquiriram extrema fungibilidade.

Portanto, é ativo na literatura econômica o debate sobre como gerenciar excessos de influxos de capitais no ambiente mundial de recursos financeiros extremamente voláteis. Até porque a volatilidade na conta de capitais e, por conseguinte na taxa de câmbio (exceto em regimes de câmbio fixo), impacta as decisões de investimento em capital físico, em virtude da maior incerteza gerada e de maiores custos de *hedge* cambial, e então, tem efeito sobre o produto potencial. Assim, parte da literatura tem sugerido a adoção de controles de entrada de capitais e/ou acumulação de reservas internacionais a fim de lidar com a abundância do influxo de divisas externas e reduzir o risco de *sudden stops*, os quais ao mesmo tempo são causa e efeito de crises de confiança.

Forbes [2003a] conclui que de fato a liberalização das contas de capitais ao redor de mundo aumentou a instabilidade financeira global, mas a relação entre controles de capitais e restrição à vulnerabilidade a crises de confiança não é tão estreita e direta, como muitos autores têm proposto. Forbes[2003b] ainda observa que os controles impõem perdas de eficiência microeconômica, como por exemplo o aumento de custo de capital de pequenas e médias empresas, pois estas têm menos acesso ao desenvolvimento do mercado financeiro. As grandes empresas têm acesso ao mercado financeiro internacional e a modos de circundar as restrições ao financiamento externo, e assim, são menos afetadas pelos controles de capitais.

Glick e Hutkinson [2004] exploram a eficácia dos controles em evitar ou postergar crises financeiras. Concluem, a partir de uma análise de dados em painel de 69 de países, que as restrições ao capital não foram eficazes neste sentido. Eichengreen e Leblang [2002] analisam, também por uma análise de dados de painel (47 países), se os controles de capitais foram eficazes em reduzir o impacto de crises financeiras na

⁵ A estimativa foi divulgada no relatório econômico mensal do Banco Merrill Lynch de novembro de 2005.

economia real. Concluem que os controles prejudicam o crescimento econômico em períodos de estabilidade, porém há indício que suavizaram o efeito sobre o produto do país uma vez que a crise ocorrera. No entanto, estes artigos não separam os efeitos de controle de entrada e de saída de capitais.

Nesta dissertação pretendemos analisar a eficácia dos controles de capitais num sentido mais estrito. Queremos explorar se os controles de entrada de capitais são eficazes em restringir e selecionar fluxos de capitais. Então, queremos analisar se este tipo de controle é eficaz em seu objetivo primário. Trata-se de uma pergunta de economia positiva, não de economia normativa. Claro que se mostrarmos que os controles não são eficazes, torna-se ociosa a pergunta de economia normativa se os controles seriam ou não desejáveis. Para atingir o objetivo, desenvolvemos um modelo teórico simples para iniciar a abordagem e, então, focamos numa análise empírica no caso brasileiro da década de 1990.

A principal contribuição deste trabalho é o foco nos efeitos limitadores que as elisões dos controles de capitais praticadas pelos agentes do mercado têm sobre a eficácia das restrições ao capital financeiro. A partir de depoimentos de participantes do mercado financeiro da época, exemplificamos métodos (operações financeiras) que foram utilizados para elidir a legislação de controles de capitais no Brasil durante os anos 1990. Com base em um arcabouço econométrico, estimamos que novas restrições à entrada de capital tiveram eficácia de dois a seis meses em restringir o influxo financeiro.

Em geral, a literatura aborda o tema de controles do capital de curto prazo sem considerar a capacidade dos investidores internacionais de elidir as restrições impostas. Assumem que a imposição *de jure* dos controles de capitais é equivalente à implementação *de facto* dos mesmos. Contudo, em mercados financeiros desenvolvidos e sofisticados surgem diversos ativos substitutos que permitem estruturar operações de engenharia financeira que suprimem parte ou todo o custo imposto pelo controle de capital. Os primeiros artigos que enfocam esta questão no Brasil foram Garcia e Barcinski [1998] e Garcia e Valpassos [2000], que apontam a ineficácia dos controles de entrada no Brasil em reduzir o influxo de capitais que buscavam os altos retornos da dívida pública brasileira entre 1994 e 1996. Sobre o caso do Chile alguns artigos, como

Simone e Sorsa [1999] e Edwards, Valdés e De Gregorio [2000], também ressaltam que elisões do controle de capital podem ter limitado a eficácia deste em alterar a composição do influxo financeiro.

Iniciamos a dissertação apresentando uma abordagem teórica sobre os controles de entrada de capitais discutindo como o mecanismo deveria ser implementado a fim de aumentar o influxo de capitais de longo prazo. O modelo tem um arcabouço simples e considera dois tipos de investidores: paciente e impaciente. O primeiro (investidor paciente) tem maior interesse no retorno de longo prazo e o segundo (investidor impaciente) dá maior valor a ganhos de curto prazo. Mostramos que se o diferencial de juros é endógeno à fixação dos controles, e não há possibilidades de elisão das regulações, então pode ser concebido um mecanismo de taxação de entrada de capitais que induz ambos os investidores a investirem a longo prazo, na ausência de crises de confiança. Neste caso, o controle de entrada conseguiria mudar o horizonte esperado de investimento pelo investidor impaciente de curto para médio/longo prazo. Se vier a se realizar uma probabilidade de *default* maior que a esperada pelo agente, o investimento será revertido, a não ser que seja oferecido um maior diferencial de taxa de juros. Controles *ex-post* de saída de capitais também poderiam evitar a reversão do investimento, entretanto, nós não consideramos esta possibilidade aqui fugir do objetivo proposto.

Se o diferencial de taxa de juros for exógeno à fixação das taxas sobre o capital cobradas pelo controle de entrada, como em geral é o caso do Brasil, podemos ter um incentivo ao investidor renomear seu capital como de longo prazo mesmo quando já espera sacar no curto prazo. Portanto, em um caso de política monetária em que diferencial de juros seja fixado independente dos controles de entrada capitais, pode haver incentivo ao investidor renomear seu tipo de investimento.

Prosseguimos a análise focando no impacto da capacidade de elisão dos controles pelo mercado sobre a eficácia das restrições ao capital de curto prazo. Incorporamos ao modelo a elisão das restrições de entrada, mostrando que isto elimina a eficácia dos controles de capitais. Com efeito, quanto mais desenvolvido e sofisticado o mercado financeiro do país for, mais ativos substitutos e operações de engenharia financeira podem ser usados para circundar os controles. Assim, o custo de entrada

imposto pelo controle de capital passa a ser determinado endogenamente pelo mercado. A taxa de entrada não será necessariamente a imposta pelo governo, mas sim o mínimo entre a taxa oficial e o custo de elidir a restrição.

Fundamentamos nossas conclusões relatando diversos modos de elisão de controles de capitais dos anos noventa no Brasil, que deixam claro a dificuldade de implementar *de facto* os controles de capitais. Estes meios de elisão foram coletados em pesquisa de campo pelo autor com integrantes do mercado financeiro e alguns tipos de operações também foram abordados em Garcia e Barcinski [1998].

Terminamos a dissertação com uma análise de funções de reposta a impulso, inspirada na investigação por vetores auto-regressivos de Cardoso e Goldfajn [1997], que indica que os controles de capitais tiveram apenas entre dois a seis meses de eficácia em restringir os influxos de capitais financeiros no Brasil nos anos 1990.

A dissertação é dividida no seguinte modo: a seção II expõe o modelo teórico; a seção III discute a legislação dos controles de capitais e relata os casos de elisão das restrições ao capital; a seção IV apresenta a análise via VAR sobre a eficácia dos controles de entrada em reduzir o influxo financeiro; e a seção V conclui.