



1290003754

TCC/UNICAMP  
R664d  
1290003754/IE

GUSTAVO ROMERO

**(DES) CONTROLANDO CAPITAIS: A REINSERÇÃO DO DEBATE**

**SOBRE OS CONTROLES NO PANORAMA INTERNACIONAL**

CAMPINAS

2008

TCC/UNICAMP  
R664d  
1290003754/IE

**CEDOC/IE/UNICAMP**

GUSTAVO ROMERO

E-mail: gustavoromero14@gmail.com

**(DES) CONTROLANDO CAPITAIS: A REINserÇÃO DO DEBATE  
SOBRE OS CONTROLES NO PANORAMA INTERNACIONAL**

Monografia apresentada no  
Curso de Graduação em Ciências  
Econômicas do Instituto de Economia  
da Universidade Estadual de Campinas.

Orientador: Prof. Dr. André Martins  
Biancareli

799034 2025

## **Resumo**

Este trabalho pretende recolocar o debate sobre controles de capitais como um dos principais temas a serem abordados dentro da economia internacional. O tema em questão foi desprestigiado frente ao exagerado otimismo gerado com o advento da recente boa fase da economia mundial, em que os capitais abundantes puderam percorrer fartamente todos os países emergentes. Entretanto, este estudo se propõe a mostrar que a aderência irrestrita à liberalização financeira é desaconselhável dentro de um sistema financeiro internacional altamente marcado pela instabilidade dos capitais e da própria postura dos agentes que o compõem, altamente suscetível a reversões súbitas. Assim sendo, dentro desse contexto mais amplo de discussão da liberalização financeira, insere-se o tema principal deste trabalho, a saber, os controles de capitais.

Palavras chaves: mercado financeiro internacional, fluxos de capitais, liberalização financeira, controles de capitais.

## **Abstract**

This work intends to put the debate on the capital controls as one of the main themes to be approached in International Economy. The theme above was disreputed in front of the exaggerated optimism generated by the recent good age of the international economy, when the capitals could make their route through the emergent nations. However, this study has the purpose of showing up that the unrestricted adherence to the financial liberalization is not recommended inside a highly instable international financial system, marked by its capital instability and its international agents posture, highly susceptible to sudden stops. Because of that, inside this bigger discussion about financial liberalization, the main theme approached in this work fins its place, that is it, the capital controls.

Key words: international financial market, capital flows, financial liberalization, capital controls.

## **Agradecimentos**

Este trabalho só pôde ser composto mediante um contínuo esforço por parte deste que o escreveu e, principalmente, de todos aqueles que me apoiaram direta e indiretamente.

Primeiramente, agradeço à faculdade de Economia da Unicamp, na figura de meu orientador, André Biancareli, que muito puderam contribuir com uma formação diferenciada, visando muito mais a formação do censo crítico do que a simples observação de dados estatísticos.

Posteriormente, agradeço também aos colegas de classe que auxiliaram-me inúmeras vezes na jornada acadêmica, com dicas de estudo, resumos diversos e tantas outras “mãozinhas”. Em particular, devo meus agradecimentos ao Rodrigo, ao Leonardo, à Fabiana (resumos abençoados!), à Juliana, ao Ricardo, ao Leandro, à Priscila e à Fernanda.

Por fim, os agradecimentos especiais são devidos primeiramente a Deus, que guiou meus passos até o fim de mais essa etapa da minha vida – o nível superior – e, de maneira não menos importante, a todos os meus familiares que me apoiaram e incentivaram durante todo o curso: meus pais, Fernando e Rosana, meu irmão, Gabriel, minha abençoada parceira na vida acadêmica e na vida pessoal, Dayane, e aos meus avós, Antonio, Nair, Irineu e Elizabeth. Só vocês sabem o quanto a trajetória até aqui foi árdua e quanto suor foi derramado (por todos!) em favor da causa.

Enfim, os erros aqui cometidos são de minha inteira responsabilidade, mas insisto que só eles também são capazes de estimular a discussão acadêmica.

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1- Classificação dos controles de capital	4
--	---

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Fluxos privados líquidos, em bilhões de dólares, FMI	28
Gráfico 2 - Fluxos privados líquidos, em bilhões de dólares, IIF	28
Gráfico 3 – Câmbio peso argentino/dólar. Mensuração diária.	31
Gráfico 4 – Câmbio peso colombiano/dólar. Mensuração diária.	31
Gráfico 5 – Câmbio baht/dólar. Mensuração diária.	32
Gráfico 6 – Taxas de juros argentinas, <i>Money market rate</i> , em %. Mensuração mensal.	35
Gráfico 7 – Taxas de juros colombianas, <i>TBS</i> , em %. Mensuração mensal.	36
Gráfico 8 – Taxas de juros tailandesas, <i>Money Market Rate</i> , em %. Mensuração mensal.	36
Gráfico 9 – Investimentos de Portfólio totais, em milhões de US\$. Argentina. Mensuração trimestral.	38
Gráfico 10 – Investimentos de Portfólio, por ativos e passivos, em milhões de US\$. Argentina. Mensuração trimestral.	39
Gráfico 11 – Outros investimentos por setor, em milhões de US\$.	40

Argentina. Mensuração trimestral.

Gráfico 12 – Ativos de outros investimentos, por setor, em milhões de US\$. Argentina. Mensuração trimestral. 41

Gráfico 13 – Passivos de outros investimentos, por setor, em milhões de US\$. Argentina. Mensuração trimestral. 42

Gráfico 14 – Ativos e passivos totais de outros investimentos, em milhões de US\$. Argentina. Mensuração trimestral. 43

Gráfico 15 – Investimentos de Portfólio totais, em milhões de US\$. Colômbia. Mensuração trimestral. 44

Gráfico 16 – Investimentos de Portfólio, por ativos e passivos, em milhões de US\$. Colômbia. Mensuração trimestral. 45

Gráfico 17 – Outros investimentos por setor, em milhões de US\$. Colômbia. Mensuração trimestral. 46

Gráfico 18 – Ativos de outros investimentos, por setor, em milhões de US\$. Colômbia. Mensuração trimestral. 47

Gráfico 19 – Passivos de outros investimentos, por setor, em milhões de US\$. Colômbia. Mensuração trimestral. 48

Gráfico 20 – Ativos e passivos totais de outros investimentos, em milhões de US\$. Colômbia. Mensuração trimestral. 48

Gráfico 21 – Investimentos de Portfólio totais, em milhões de US\$. Tailândia. Mensuração trimestral. 50

Gráfico 22 – Investimentos de Portfólio, por ativos, em milhões de US\$. 51

Tailândia. Mensuração trimestral.

Gráfico 23 – Investimentos de Portfólio, por passivos, em milhões de US\$. 51

Tailândia. Mensuração trimestral.

Gráfico 24 – Outros investimentos, por ativos e por setor, em milhões de 52

US\$. Tailândia. Mensuração trimestral.

Gráfico 25 – Ativos de outros investimentos, por setor, em milhões de 53

US\$. Tailândia. Mensuração trimestral.

Gráfico 26 – Passivos de outros investimentos, por setor, em milhões de 53

US\$. Tailândia. Mensuração trimestral.

Gráfico 27 – Ativos e passivos totais de outros investimentos, em milhões 54

de US\$. Tailândia. Mensuração trimestral.

# SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>3</b>
<b>CAPÍTULO 1: OS CONTROLES DE CAPITAIS E A POLÍTICA ECONÔMICA</b>	<b>3</b>
1.1 Definindo o que são controles de capitais	3
1.2 O debate teórico em torno dos controles de capitais	7
1.2.1 A rejeição dos controles: a imposição da disciplina de mercado	7
1.2.2 A defesa dos controles: autonomia de política econômica	12
1.3 Experiências internacionais de controles de capitais	19
1.3.1 Os controles no Chile (1991-1999)	19
1.3.2 Os controles da Malásia e a contenção da crise	21
1.3.3 A Tailândia e o atraso na contenção da crise	22
1.4 Conclusão	23
<b>CAPÍTULO 2: OS CONTROLES E O CICLO RECENTE DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL</b>	<b>25</b>
2.1 Breve nota sobre o ciclo de liquidez atual	25
2.2 Coletando experiências recentes de controles de capitais no mundo e identificando seus efeitos sobre as variáveis macroeconômicas	29
2.2.1 Câmbio	30
2.2.2 Juros	34
2.2.3 Conta Financeira	37

2.2.3.1	Argentina	37
2.2.3.2	Colômbia	43
2.2.3.3	Tailândia	49
2.3	Sucessos e fracassos observados na adoção dos controles: lições para o presente e para o futuro	55
<b>CONCLUSÃO</b>		<b>60</b>
<b>REFERÊNCIAS</b>		<b>63</b>

## Introdução

Anteriormente ao advento da crise econômica que está se instalando sobre a economia internacional, foram claras as características marcantes de um ciclo de liquidez internacional. Os países emergentes aproveitaram essa situação e experimentaram uma forte entrada de recursos internacionais em suas economias, fazendo com que fosse revigorada a discussão sobre os benefícios da liberalização financeira.

Entretanto, parece simples pensar nos benefícios da liberalização dentro de um contexto internacional bastante favorável em que a posição geral é de alta tolerância ao risco e um exagerado otimismo entre os investidores. Pelo fato dos países emergentes sempre correrem o risco de sofrerem reversões bruscas nos seus fluxos de capital, acredita-se ser importante incluir (e principalmente opor) dentro dessa discussão sobre os benefícios da liberalização financeira os riscos a que se submetem os países emergentes, caso não optem por uma posição cautelosa frente aos capitais que permeiam suas economias.

Mais especificamente, será abordado neste trabalho um dos mais conhecidos (e discutidos) instrumentos de política econômica contrários à total liberalização financeira, o controle de capitais, que se encaixariam nessa discussão mais ampla sobre a cautela dos países emergentes em sua inserção no capitalismo financeiro internacional.

Ao final deste trabalho, a intenção é mostrar que a aplicação dos controles de capitais é desejável dentro da realidade econômica dos países emergentes; todavia, essa aplicação depende da observância de parâmetros temporais e do projeto econômico adotado por cada país, de tal sorte que os controles sejam na verdade mais uma peça de um conjunto estruturado de políticas econômicas que visem um objetivo único.

Será realizada uma discussão intensa dentre os opositores e os defensores da utilização de controles, sendo que, ao final, ver-se-á que tais controles são desejáveis aos países emergentes. A seguir, serão relatados os casos concretos de três países emergentes que adotaram controles sobre os fluxos de

capitais: Argentina, Colômbia e Tailândia. Mais do que isso, o grande interesse é que essas experiências de aplicação de controles ocorreram no passado recente e demonstram que ao menos foram realizadas tentativas nesse sentido dentre os países emergentes.

Ao final, espera-se que o estudo dos debates teóricos e a exploração dos casos concretos sejam capazes de indicar alguns parâmetros para futuras investigações sobre quais são as condições e quais são as implicações decorrentes da aplicação dos controles de capitais.

## Capítulo 1 – Os controles de capitais e a política econômica

Neste capítulo, a expectativa é definir os aspectos teóricos que envolvem os controles de capitais. Ver-se-á que os controles de capitais são instrumentos de política econômica que envolvem um intenso balanço de custos e benefícios, interferindo de forma crucial nos rumos da política financeira nacional e internacional de um país. Essa interferência gera inúmeros efeitos sobre as demais variáveis macroeconômicas. Esse esforço na definição completa dos controles será feito como demonstrado a seguir.

No primeiro item, será feita uma breve definição do que são e como funcionam os controles de capitais, e quais os principais objetivos da sua adoção na economia de um país.

No segundo item, será lançado o debate entre as principais vertentes teóricas sobre o uso dos controles, dividindo esse debate em duas frentes principais: aqueles que não acreditam na eficácia dos controles e outros que vêem os controles como importantes – e indispensáveis - mecanismos de política econômica.

No terceiro item, por fim, serão enumeradas três experiências concretas, do passado, de uso de controles de capitais, a saber, os casos chileno, malaio e tailandês. Essas experiências demonstrarão como os diversos resultados obtidos a partir do debate teórico emergirão em meio a situações de calma ou turbulência financeira internacional.

### 1.1 – Definindo o que são controles de capitais

Antes de qualquer debate ou sugestão de políticas, é importante a realização de um esforço de definição do que são controles de capitais.

Numa definição mais ampla, Epstein, Grabel e Jomo (2003) colocam os controles de capitais dentro de um grupo mais amplo de políticas, denominado “gerenciamento de capitais”. Esse gerenciamento abrange, além dos controles de capitais, o regulamento prudencial de instituições financeiras domésticas.

Os controles seriam medidas que visam manipular o volume, a composição e a alocação de fluxos de capitais internacionais. As regulações prudenciais abarcariam algumas políticas como padrões para adequação de capitais, requerimentos de relatórios e restrições sobre os termos sob os quais as instituições financeiras domésticas podem prover capitais para determinados tipos de projetos. As duas vertentes do gerenciamento de capitais são, na maior dos casos, complementares, uma vez que determinadas regulações prudenciais fortalecem a adoção de determinado controle (e vice-versa), gerando combinações variadas que geram resultados diferenciados e mais adequados à realidade de cada país. Com essas combinações de gerenciamento de capitais, forma-se um completo regime de controle financeiro.

Veja-se então o detalhamento dos controles de capitais. Seguindo a tipologia utilizada por Carvalho e Sicsú (2006), poderão ser classificados os diversos controles existentes. Um primeiro grupo de controles seriam aqueles que funcionam através de incentivos ou desincentivos de mercado, concentrando-se essencialmente em taxações sobre os diversos tipos de capital – obviamente objetivando (des) incentivar determinado tipo de fluxo de capital. São esses os controles indiretos. Em contraposição a esse mecanismo, há os controles diretos ou administrativos, que são proibições diretas sobre entrada ou saída de capitais, mesmo que os aplicadores estivessem dispostos a pagar uma taxa alta o bastante para realizar as movimentações. Os controles administrativos podem ser ineficientes a longo prazo, dada a ampla capacidade adaptativa do mercado financeiro mundial. Isso implica que mais importante em saber se os controles serão diretos ou indiretos, é saber se os mesmos serão flexíveis ou rígidos, ou como chamam Epstein, Grabel e Jomo (2003), controles “dinâmicos” ou “estáticos”, o que já compõem um segundo grupo de classificação de controles.

A flexibilidade ou rigidez dos controles depende do papel que lhes é reservado dentro do projeto de desenvolvimento de um país. Aqueles que defendem a liberalização financeira aderirão a controles no máximo temporários para corrigir imperfeições, ou seja, são mais “remendos que opções legítimas de política”, nas palavras de Carvalho e Sicsú (2006). Entretanto, há aqueles que, enxergando que

há canais de instabilidade estabelecidos entre a economia doméstica e externa, sugerem que deve haver um bloqueio permanente ao acesso de capitais que dêem vazão a essas instabilidades, isto é, assumem que os controles devem ser de uso permanente e importantes instrumentos de autonomia na política econômica.

Neely (1999) aprofunda alguns pontos sobre os controles, expondo os objetivos almejados pelas suas diversas variações. Não serão pontuados todos os objetivos estudados pelo autor, somente aqueles que serão úteis para o melhor entendimento deste trabalho – melhor dizendo, que mais condizem com a realidade dos países emergentes - com uma divisão entre os objetivos dos controles de entrada e de saída.

Os controles de entrada possuem objetivos mais diversos que os de saída. Entre eles, destaca-se em primeiro lugar a tentativa de prevenir a volatilidade dos influxos de capital e conseqüentemente a desestabilização financeira, com a restrição da entrada dos capitais de curto-prazo que “fogem” durante uma crise e distorcem os incentivos desejados dentro do sistema financeiro doméstico, ou seja, alteram a composição dos influxos de capital. Outro objetivo é restringir a entrada de capitais para que não distorça a taxa de inflação, e não cause assim um impacto apreciativo ou depreciativo indesejado.

Entre os objetivos dos controles de saída, o primeiro seria a repressão financeira ou alocação de crédito, onde o governo, por meio do sistema financeiro, busca recompensar empresas consideradas prioritárias e inibir os movimentos de capitais que buscam rendimentos superiores no exterior, isto é, inibem os “vôos para qualidade” ou as reversões bruscas nos fluxos de capital. Esses controles também podem ser úteis quando, restringindo a saída de capitais, tentam direcionar a poupança interna para investimentos dentro do próprio país. Na verdade, a menor mobilidade dos capitais para fora do país garante maior autonomia na gestão dos juros sem que isso impacte pesadamente sobre o câmbio e sobre o balanço de pagamentos.

**Quadro 1 – Classificação dos controles de capital**

		<b>Definição</b>	<b>Objetivos</b>
<b>Controles segundo a etapa de aplicação</b>	Entrada	Restringem entrada de fluxos de capitais provenientes do exterior	- prevenir volatilidade e desestabilização (capitais de curto-prazo)  - prevenir apreciação cambial
	Saída	Restringem a saída de capitais em direção ao exterior	- inibir reversões de capitais  - direcionar recursos para investimento doméstico
<b>Controles segundo o tipo de intervenção</b>	Diretos/administrativos	Proibições diretas sobre o movimento de capitais	Depende da etapa de aplicação (entrada ou saída)
	Indiretos /de mercado	Taxações sobre os diferentes tipos de capitais, (des)incentivando o fluxo segundo a natureza	Depende da etapa de aplicação (entrada ou saída)
<b>Controles segundo ao tempo de permanência</b>	Flexíveis	Dinâmicos, acompanham e se adaptam à conjuntura financeira, inibindo desvios por parte dos aplicadores	Depende da etapa de aplicação (entrada ou saída)
	Rígidos	Estáticos, permanecem idênticos ao longo do tempo, independentes da conjuntura econômica, sem preocupação com os desvios dos aplicadores	Depende da etapa de aplicação (entrada ou saída)

Um *mix* entre controles de entrada e saída pode, por sua vez, segregar setores financeiros domésticos do resto do mundo e permitir que ganhem escala para melhorar sua competição em âmbito internacional.

Para facilitar o entendimento, construímos o quadro acima, estabelecendo os diversos parâmetros de classificação dos controles de capitais:

Agora será visto como esses controles são encarados pelas diversas vertentes teóricas da economia financeira internacional.

## 1.2 – O debate teórico em torno dos controles de capitais

O tema dos controles de capitais envolve um extenso debate entre vertentes teóricas que rejeitam ou defendem sua adoção, apontando as mais diversas conseqüências sobre os rumos da economia.

Observaremos também que a argumentação favorável ou contrária à adoção de controles passa por uma análise mais geral do contexto financeiro internacional – os benefícios e custos decorrentes do maior ou menor grau de liberalização financeira – para então caminhar internamente à discussão de um dos mecanismos que mais fere o princípio da ampla liberalização financeira, os controles de capitais.

A seguir, teremos dois itens que agruparão, de um lado, a discussão teórica que rejeita os controles e, de outro, a discussão favorável aos mesmos, de tal sorte a gerar os argumentos que servirão aos objetivos deste trabalho.

### 1.2.1 – A rejeição dos controles: a imposição da disciplina de mercado

Diversos autores discordam da aplicação de controles sobre o livre movimento de capitais internacionais. Uma primeira aproximação à rejeição dos controles, mais geral, é feita via defesa da liberalização financeira, expressa em Fischer (1998). Segundo o autor, a liberalização financeira deve ser adotada por ser um passo inevitável no caminho do desenvolvimento, afinal, todas as economias centrais do mundo têm suas finanças liberalizadas. Essa liberalização poderia trazer benefícios na criação de poupança e investimentos para os países, fazendo com que os benefícios sobreponham-se aos custos da liberalização. O autor até admite o

uso muito pontual de controles para os países cujo setor financeiro seja muito frágil, desde que removidos brevemente.

Ainda no campo mais geral de argumentação em prol da liberalização financeira, Biancarelli (2007) observa em Obstfeld e Taylor (2004) a denotação de quatro benefícios principais da abertura financeira completa:

a-) compartilhamento e diversificação internacional de riscos;

b-) financiamento de desequilíbrios passageiros de balanço de pagamentos;

c-) acesso à poupança externa para o financiamento do investimento e do desenvolvimento;

d-) disciplina sobre a política econômica, que tem se mostrado o principal argumento dos defensores da liberalização.

Entretanto, a argumentação radicaliza-se com a restrição do campo de discussão mais especificamente em torno dos controles, com um trabalho que objetiva exatamente discordar do uso desses, que é o trabalho de Dornbusch (1998).

Dornbusch começa sua análise com uma frase crucial para o entendimento de sua posição: *"The correct answer to the question of capital mobility is that it ought to be unrestricted."* (p. 20). Segundo ele, não está sendo levado em conta, nas discussões críticas sobre liberalização financeira, dois pontos principais, a saber: há pouco espaço para políticas discricionárias (os países ganham mais através de "boas políticas") e a intensidade dos fluxos de capitais é tamanha que há muita dúvida se um país é capaz de supervisionar e regular corretamente o sistema financeiro.

Se houver uma tentativa de taxação sobre os movimentos de capitais (*"throw sand in the wheels"*, p. 21), nos países emergentes, há então uma desconsideração de que essa taxa já existe, na medida em que implicitamente já há custos consideráveis nesse tipo de movimentação em direção aos emergentes.

Além disso, se houver certa dúvida quanto à liberalização da conta de capitais ou da conta corrente, Dornbusch é taxativo: ambas deverão ser liberadas o quanto antes, porque os países estão “desperdiçando” recursos fazendo o contrário.

Além disso, procurando explicar porque os movimentos de liberalização surtem crises em diversas ocasiões, o autor avalia que os bancos dos países emergentes são ruins ou muito ruins (baseado na classificação do FMI), já que eles passam por um processo de risco moral em que os agentes desses países sabem que suas passivos estão garantidas pelo governo. Se o movimento de capitais for liberalizado, naturalmente haverá crise, porque o sistema financeiro é mal regulado e mal supervisionado.

Adentrando mais especificamente ao debate dos controles, o autor alega que apesar dos controles poderem aliviar perigos imediatos sobre a economia, eles provocam conseqüências problemáticas, uma vez que os aplicadores internacionais reagirão frente à imposição de controles num determinado país através da retirada preventiva de seus recursos de todos os países “suspeitos” (contágio), gerando um “vôo para fora” dos capitais aplicados nos países emergentes. Seria assim preferível alongar o os prazos dos influxos de capitais. Mas a pergunta que o autor se faz é: *“Are capital controls the answer for such a situation, or would it be better to improve the structure for handling risk?”* (p. 24).

Na seqüência, Dornbusch dá a resposta: os controles não são a solução. Para ele, o próprio mercado de capitais contém uma função de supervisão sobre a política econômica. Quanto às crises ocorridas na Ásia em 1997-98, ele alega que o FMI também foi culpado, mas porque não disponibilizou um sistema de dados adequado para a previsão de uma crise – observe-se que ele não critica as políticas que o FMI implementa nos países com problemas de balanço, e sim a base de dados que ele utiliza. A mesma linha crítica é levada até as agências de *rating* internacional. E, finalmente, é colocada a culpa nos governos das nações emergentes - vale demonstrar a citação do autor com grifos nossos: *“Crisis-country governments, **of course**, bear a **large part of the responsibility**”* (p. 25) -, já que eles seriam demasiadamente corruptos e sofreriam de *cronyism*, isto é, haveria uma

presença exagerada das relações e favorecimentos pessoais dentro das negociações ocorridas no mercado financeiro.

A grande proposta de Dornbusch é, assim, a implementação de uma efetiva análise de *value-at-risk* (VAR), melhor dizendo, um mecanismo que seria capaz de dar transparência ao mercado e, automaticamente, disciplinar os fluxos de capitais para os diversos países de tal sorte a recompensá-los (ou puni-los) pela adoção das políticas que não condizem com os interesses do mercado. Isso funcionaria especialmente bem para os países que incorressem em elevado endividamento de curto-prazo. Também deveriam ser melhor estudados mecanismos de fornecimento de crédito internacionais, que por si só estimulariam melhores avaliação dos riscos e amenizariam o caráter meramente especulativo dos capitais internacionais. Nas palavras de Dornbusch: "*The world capital market is there to provide not only money but also monitoring, if only we empower it*" (p. 26).

As conclusões pró-mercado de Dornbusch serão seguidas por outros autores, mesmo que implicitamente. Vejamos o que diz Edwards (2005). Utilizando uma metodologia que cruzou dados internacionais, o autor verificou, após diversos exercícios econométricos, que não há evidências que países com maior mobilidade de capitais apresentem maior instabilidade macroeconômica, ou ainda, não há maior probabilidade de um país com maior mobilidade de capitais sofrer crises. Ele considera países com baixa mobilidade de capitais aqueles que impuseram controles mais pesados sobre os fluxos de capitais. Dessa maneira, o autor constatou que há menor ocorrência de reversões de capitais entre os países com maior mobilidade do que aqueles com menor habilidade, e não há qualquer evidência de que ocorram *sudden stops* (paradas súbitas) mais facilmente entre países de alta mobilidade (apesar de também verificar que as nações industrializadas tiveram menor incidência de reversão de capitais e *sudden stops*).

Prossigamos com a análise de Forbes (2004). A autora coloca a questão dos controles não como "areia", mas "lama" nas rodas da disciplina do mercado. Na verdade, o problema é que os benefícios da liberalização são medidos em nível macroeconômico, o que naturalmente leva a resultados inconclusivos sobre os benefícios da liberalização; estes últimos variam conforme o desenvolvimento das

instituições, a força e profundidade do sistema financeiro e a qualidade da governança corporativa das diversas nações.

Do ponto de vista microeconômico, a adoção de controles provocaria distorções na alocação de recursos. Assim, a autora aponta algumas evidências:

- os controles de capitais serviram como escudo ao *crony capitalism* na Malásia;

- no Chile, os controles constrangeram os investimentos das empresas menores;

- as firmas norte-americanas tendem a reduzir o investimento e adotar práticas discricionárias em países com controles;

- os controles prejudicam os preços das ações das empresas na Bolsa de Valores, uma vez que as informações tornam-se menos claras e assim fica comprometida a capacidade de financiamento dessas empresas.

A autora encerra propondo que deve ser feito um balanço entre custos e benefícios na adoção de controles, não propondo no texto um método para tal avaliação. Sua visão é de que os controles podem conter o impacto das crises apenas no curto-prazo, o que é contrabalanceado pelos benefícios de longo-prazo em termos de crescimento, quando há liberalização dos fluxos de capital. Ou seja, nas palavras da autora: *“Capital account liberalization may increase the risk of crises, especially for countries with weak institutions, but can also substantially raise productivity growth and overall standards of living”*. (p. 20).

Além disso, Em trabalhos como Goldfjain e Minella (2005) e Carvalho e Garcia (2006), estudando especificamente a realidade brasileira, apontam que os agentes conseguem desvencilhar-se das tentativas de controle das mais diversas maneiras, mostrando a ineficácia dos mesmos. Além disso, controles de capitais podem custar caro à reputação do país. Vale a citação de ambos, começando por Goldfjain e Minella (2005):

*"The restrictive measures involved quantitative and price-based measures, which constantly evolve as market participants found ways to circumvent them. (...) Although the volume and composition of capital flows responded to the restrictive measures, these measures were ineffective in the long run."* (p. 20/22).

Continuemos com Carvalho e Garcia (2006):

*"In general, the literature addresses short-term capital controls without considering the capacity of international investors to avoid the restrictions imposed. (...) However, developed and sophisticated financial markets present diverse substitute assets that may be used to engineer financial transactions that avoid part or all of the costs incurred by the capital controls."* (p. 3/4).

Ao final, Carvalho e Garcia (2006) indicam que além dos controles conseguirem efeitos apenas no curtíssimo prazo, eles custam caro à reputação do país. Assim, o melhor a ser feito dentro de países com sistemas financeiros sofisticados é melhorar a política econômica.

#### 1.2.2 – A defesa dos controles: autonomia de política econômica

Iniciaremos agora a descrição dos argumentos favoráveis à adoção de controles encontrados na literatura. Como muito bem observam Carvalho e Sicsú (2006), veremos que os argumentos contrários aos controles parecem basear-se mais em preconceitos ideológicos que em argumentos teóricos consistentes. Além disso, veremos que a maneira como é posta a discussão por esses autores adequa-se muito mais à realidade observada entre os países emergentes, motivo pelo qual suas avaliações de políticas e suas implementações mostram-se também mais coerentes a essa realidade.

Iniciaremos a análise por Akyüz (2008). O autor iniciará uma discussão sobre os rumos mais gerais que permeiam a realidade financeira internacional. Para ele, as evidências mostram que os episódios mais dramáticos de crises financeiras dentre os países emergentes associam-se a ciclos de intenso influxo de capitais a esses países. Tais fluxos são motivados muito mais por fatores globais temporários do que pela vontade dos países receptores de capitais, isto é, a posição dos países

emergentes no mercado internacional de capitais é subordinada aos interesses de valorização desses capitais.

Apesar disso, o *mainstream* continua a assumir a posição de que a ocorrência dessas crises financeiras deve-se muito à insuficiência de regulação e supervisão dos sistemas financeiros dos países emergentes – vide discussão realizada no item 1.2.1- e, principalmente, à falta de “fundamentos” macroeconômicos consistentes, em particular a estabilidade de preços. O que não foi observado, entretanto, é que as crises nos países emergentes deram-se, na maior parte dos casos, sob condições de inflações baixas e estáveis – vide a crise asiática de 1997/1998.

Convém assim destacar o papel exercido pelos instáveis capitais de curto-prazo dentro dos programas de estabilização efetuados pelos países emergentes. Esses, sim, podem ser chamados de responsáveis, em grande medida, pela ocorrência de instabilidade nas economias em desenvolvimento. Isso só é possível de ser observado se adotarmos uma teoria que ultrapasse os limites explicativos da hipótese de estabilidade de preços, adotada pelo *mainstream*, e passe a uma abordagem keynesiana que pondere a importância fundamental da instabilidade que é inerente ao sistema financeiro internacional.

O autor adota uma hipótese da instabilidade inerente ao sistema financeiro. Com essa abordagem, assume-se que as repostas pró-cíclicas dos mercados financeiros provêm de movimentos emanados da economia real. Esses efeitos são consideráveis porque há uma tendência naturalmente pró-cíclica na avaliação dos riscos pelos agentes econômicos, a saber, uma subestimação de riscos durante períodos de expansão econômica, e uma superestimação nos períodos de contração. Esse movimento acentua a formação de bolhas especulativas e processos cumulativos e desenfreados de expansão do crédito.

Entretanto, quando chega o momento que um sobreacúmulo de riscos e uma deterioração das condições financeiras globais leva a reversões bruscas nos capitais, é desencadeado um intenso processo de agudas depreciações, *crash* nos créditos, muitas vezes a elevação dos valores das dívidas assumidas e uma

contração econômica. Isso ocorre particularmente nos países emergentes que não detêm condições que lhes permitam adotar políticas monetárias anti-cíclicas, uma vez que eles não têm condições que permitam controlar facilmente a saída de capitais e nem conseguem manter estáveis os valores dos débitos contratados em moeda estrangeira.

Graças a esses problemas particulares das economias emergentes, é essencial que esse países adotem medidas de política econômica de corte anti-cíclico durante a fase de expansão do ciclo econômico mundial, através de controles no influxo de capitais para prevenir problemas no balanço e diminuir a exposição a reversões bruscas nos fluxos de capitais.

Depreendemos das observações acima que a chave da estabilidade está nas mãos não da política macroeconômica, e sim nas mãos do controles financeiro e, particularmente em nosso caso, dos controles de capitais. É importante que sejam empreendidos esforços no desenvolvimento de regulações financeiras anti-cíclicas.

Posta a problemática do mercado financeiro internacional nos seus termos mais gerais, vejamos como os controles inserem-se nesse contexto. Dentro do debate teórico nacional a respeito dos controles, temos a discussão realizada por Bastos, Biancareli e Deos (2006). Os autores admitem que a liberalização financeira possa abrir oportunidades de negócios capazes de produzir círculos virtuosos de ampliação de renda e do emprego, mas ela também pode provocar sérios desequilíbrios econômicos se não for implementada seletiva e gradualmente, e complementada por políticas de redução de riscos associados ao endividamento externo, em especial os de curto-prazo.

Assim, os autores consideram que mesmo com a rapidez adaptativa dos capitais internacionais, o principal objetivo dos controles, dentro do contexto de países altamente dependentes em âmbito mundial, com moeda fraca e conta capital aberta, seria auxiliar na maior autonomia da gestão da política econômica doméstica.

Os autores reagrupam algumas críticas à adoção de controles. Algumas delas seriam as dificuldades na imposição de controles sem gerar uma crise

financeira, ineficácia dos controles diante da agilidade dos aplicadores e impedimento da livre força do mercado, tida como a ideal para a perfeita alocação de recursos em âmbito internacional.

Contudo, a imposição de controles não induz automaticamente a uma perda de credibilidade; há sim momentos mais oportunos para a aplicação dos controles (isso se tornará evidente nas análises do item 1.3). Também os controles não impedem qualquer alocação eficiente de recursos, uma vez que os fluxos de capitais de curto prazo afetam de tal maneira o câmbio e as taxas de juros que tornam decisões de investimento não-rentáveis ao longo do tempo.

A sugestão, então, é a seguinte: em momentos de elevada abundância internacional de liquidez, a utilização de controles à entrada de capitais pode alongar o prazo dos passivos externos e amenizar as pressões sobre o câmbio, preservando uma maior autonomia à política macro. Obviamente esses controles devem ser acompanhados de outros controles sobre a saída de capitais, na medida em que eles atuam contrariamente a ataques especulativos em momentos de crise de liquidez e “fuga para a qualidade”.

Há também um outro grupo de argumentos que, se não diretamente favoráveis à adoção de controles, ao menos não são favoráveis a sua abolição. A esse grupo chamaremos de “críticas de dentro” do *mainstream*, uma vez que ele é encabeçado por autores como J. Stiglitz.

Avaliemos o contido em Stiglitz (2000). O autor considera que o eixo da depressão econômica que abalou quase todos os países emergentes no final dos anos 90 foi a liberalização do mercado de capitais sem que tivesse sido desenvolvido um aparato regulatório adequado para tal.

O autor realiza uma comparação clássica: ele compara a liberalização do mercado de capitais nos emergentes com um carro velho onde foi colocado o motor de um carro de corrida. Se tivessem sido verificados os pneus e treinado o piloto, o carro poderia seguir normalmente seu curso; caso contrário, a ocorrência de um acidente seria certa.

Isso sugere uma coalizão cautelosa dos países emergentes à liberalização dos capitais. Não há embasamento teórico nem evidências das vantagens da liberalização do movimento de capitais, o que, por si só, já demonstra o perigo em adotar uma posição radical no sentido dessa liberalização. Além disso, já houve casos concretos que se opõem claramente à total liberalização, enquanto não há apoio concreto em seu favor.

Dessa forma, Stiglitz agrupa alguns argumentos em prol da liberalização financeira, atestados por seus defensores:

a-) os países deveriam se preocupar em maximizar seu PIB deixando que os residentes busquem rendimentos onde há maior retorno esperado, nem que isso ocorra fora do país; assim, eles estariam propensos a poupar mais e, se houver um investimento interno com retorno superior ao custo de captação desses recursos, poderiam investir internamente, engrossando o produto nacional;

b-) a competição internacional advinda da liberalização incentivaria o desenvolvimento de um ambiente econômico mais atraente;

c-) mercados de capital abertos estimulam a diversificação de ativos, aliviando assim o país de períodos de quedas na atividade econômica;

d-) os capitais internacionais são uma importante fonte de recursos para investimento;

e-) a liberalização auxiliaria os países na redistribuição mais eficiente dos recursos em âmbito internacional, em termos semelhantes ao que ocorreria com o mercado de bens.

Contrariamente aos argumentos dos defensores da liberalização financeira, acima especificados, Stiglitz enxerga diversas falhas no apoio incondicional à liberalização:

a-) há lacunas explicativas nos argumentos favoráveis à liberalização. Não pode haver correspondência entre o mercado de capitais e o mercado de bens, uma vez que o mercado de capitais é essencialmente um mercado de informações, não um mercado que pode monitorar retornos esperados e condições de investimento, como é o mercado de bens.

b-) Também não é possível dizer que a liberalização promove diversificação e estabilidade, exatamente porque os fluxos de capitais são pró-cíclicos, isto é, as circunstâncias internacionais e as percepções dos agentes sobre os riscos (percepção muitas vezes irracional) levam a bruscas reversões nos fluxos. Isso também demonstra que os capitais de curto-prazo não podem ser uma boa base para investimentos;

c-) a adoção de controles sobre o movimento de capitais de curto-prazo não desencoraja investimentos, pelo contrário, pode balizar melhor as decisões de investimento, uma vez que há muito mais perspectiva de instabilidade quando é de conhecimento geral que há livre movimentação de capitais de curto-prazo;

d-) a abertura para os fluxos de capital incentiva também movimentos para fora, prejudicando ainda mais as expectativas de crescimento dos países; esses movimentos podem ser motivados inclusive por comportamentos de manada e realização de profecias auto-realizáveis, derivadas de um consenso internacional baseado em especulações infundadas.

Esses argumentos somam-se àqueles apontados por Obstfeld e Taylor (2004), descritos no item anterior. O próprio Biancarelli (2007) segue a linha de Stiglitz e critica os benefícios apontados. A disciplina sobre a política econômica resume-se a uma argumentação rasa e puramente teórica em que são culpados os governos e os incapacitados *policy makers* dos países emergentes. O argumento de compartilhamento e diversificação de riscos segue uma lógica corriqueira do dia-a-dia dos negócios financeiros, a qual presume que "os ovos não devem ser todos colocados na mesma cesta". A formação de poupança externa segue uma lógica exatamente contábil em que não são devidamente ponderadas as diferenças entre serviços fatores e não-fatores (juros, rendas de capital no geral) e, principalmente, que os capitais não fluem naturalmente em direção aos países mais pobres (como se fosse um rio desaguando no mar), esbarrando em diversas especificidades que fogem ao escopo deste trabalho, mas merecem ser avaliadas no trabalho do autor em questão.

Assim, voltando às conclusões de Stiglitz, o autor também aponta que os fluxos de capitais impõem externalidades negativas consideráveis sobre a sociedade, uma vez que problemas decorrentes desses fluxos também incorrem em custos sociais àqueles que estão fora do mercado de capitais. A decisão de utilizar certo montante de recursos como reservas internacionais sugere um claro *trade-off* em que deixa-se de aplicar esses mesmo recursos, por exemplo, na construção de escolas, hospitais, estradas, entre outras.

As conseqüências dessas externalidades nos países emergentes são acentuadas, uma vez que eles não possuem mecanismos que corrijam automaticamente essas externalidades, são menos diversificados que os países desenvolvidos e não têm suficiente capacidade regulatória sobre o setor financeiro. Naturalmente, essa configuração causa maiores flutuações na atividade econômica. Em outras palavras, os países emergentes não deveriam ser pressionados, pelo menos não no curto-prazo, a aderirem irrestritamente à liberalização.

A proposta de Stiglitz é de que as intervenções sobre o mercado de capitais devem equacionar os custos privados e sociais. Por exemplo, as restrições sobre a entrada de capitais disciplinam seu movimento e não interferem nos influxos de capitais produtivos de longo prazo, enquanto restrições sobre a saída de capitais, por sua vez, permitem que um país tenha tempo e espaço para reestruturar suas finanças adequadamente, após um forte choque externo, sem que isso se transforme numa prolongada crise sobre a economia nacional.

Antes de encerrarmos esse item, também devemos ressaltar os importantes resultados obtidos por Magud & Reinhart (2006). Com um estudo muito detalhado e interessante, os autores agruparam diversos estudos sobre controles de capitais de diferentes nações feitos pelos mais diversos autores e, após confrontarem os diferentes resultados desses trabalhos, observaram que as conclusões levam a crer que os controles sobre as entradas de capital resultaram sim numa política monetária mais independente, alteraram a composição dos fluxos de capital e reduziram a pressão sobre o câmbio. Quanto aos controles de saída, o único resultado conclusivo obtido por eles foi a eficácia dos controles de saída na Malásia (esse caso será mais detalhado no item 1.3.3).

Por fim, o que resta como uma breve condensação das diversas idéias colocadas neste item é que os autores aqui discutidos consideram que há uma hierarquia internacional, evidente nos momentos de crise, em que os fluxos de capitais seguem seu rumo aos países emergentes de acordo com a conjuntura econômica internacional, e não exclusivamente pela adoção de políticas de reforço institucional interno, isto é, mesmo importante, o desenvolvimento das instituições não é condição bastante para que os fluxos de capitais dirijam-se aos emergentes num movimento contínuo e interminável no tempo. Assim, um dos mecanismos fundamentais para que os países emergentes não se tornem reféns das intempéries internacionais é a adoção de controles sobre os capitais estrangeiros.

### 1.3 – Experiências internacionais de controles de capitais

Após esse debate teórico em torno dos controles, observemos agora como as diversas interpretações mostraram-se mais ou menos eficientes na prática, através do exemplo de três países que adotaram controles: Chile, Malásia e Tailândia. Para tal, utilizaremos a abordagem de dois trabalhos, a saber, Epstein, Grabel e Jomo (2003) e Bastos, Biancareli e Deos (2006).

Todos os casos que analisaremos constituem, na concepção de Bastos, Biancareli e Deos (2006), um senso comum em que a intenção dos países foi se defenderem de movimentos de capitais que buscavam apenas a satisfação das expectativas de lucratividade do setor privado, de tal sorte a prevenir que esses capitais causassem crises financeiras e cambiais acentuadas. Vale notar que essa imposição unilateral de controles foi tomada por esses países mesmo contra o receituário do FMI e de outras instituições multilaterais. Nas palavras dos autores: *“(...) a imposição unilateral de controles mostrou-se tanto mais bem-sucedida quanto mais tenha aprofundado a rejeição ao regime multilateral predominante”*. (p. 553)

#### 1.3.1 – Os controles no Chile (1991-1999)

Durante a década de 1970, a economia chilena experimentou um movimentado acentuado de influxos de capital que liderou um aumento elevado no consumo, com fortes pressões sobre a apreciação cambial. A depressão financeira mundial que se seguiu nos anos 80, que se refletiu num corte dos fluxos

internacionais de capitais em direção ao Chile – e tantos outros países – mostrou às autoridades econômicas chilenas que eram necessárias medidas para prevenir a volatilidade dos capitais externos.

A característica da experiência chilena foi o uso de controles à entrada de capitais num momento de elevada liquidez internacional. Esses controles foram tanto diretos quanto indiretos, e preveniam os efeitos indesejados dos exagerados fluxos de capitais na década de 1990. Observe-se que esse movimento não era seguido por outros países da região, que preferiam investir na idéia da “desregulamentação competitiva”, ainda que o governo chileno, de frente evidentemente liberal, progredisse em outras políticas que perseguiram uma estratégia de abertura ao exterior. Dessa maneira, como citado por Epstein, Grabel e Jomo (2003): *“Policymakers were therefore never pressed to change the direction of (macro- or micro-) economic or social policy to satisfy the demand of the IMF or to calm investors”*. (p. 18)

As principais medidas adotadas pelo Chile foram sobre-taxação sobre empréstimos externos, exigência de depósitos compulsórios não remunerados (exigência que chegou a 30% em 1992), exigência de prazos mínimos de permanência e *rating* elevado para aplicações. O modelo chileno pode ser chamado de “dinâmico”, conforme foi definido no item 1.1.

Entretanto, com a redução dos influxos de capital a partir da crise de 1997-1998 e a conseqüente escassez de recursos, bem como o contágio (não tão acentuado quanto outros países da América Latina, como o Brasil) do país pelas crises generalizadas, os controles foram gradualmente relaxados. Tal realidade se fixou com o Acordo de Livre Comércio com os EUA.

Assim, podemos concluir apontando algumas conquistas do sistema chileno. O sistema de controles à entrada possibilitou que o país gerenciasse melhor seus riscos, alongando os prazos de seus passivos, controlando a apreciação cambial e o déficit em conta-corrente (os resultados nesses parâmetros foram muito melhores que nos países vizinhos), além de ter garantido maior autonomia às políticas macroeconômicas. De fato, o Chile adotou mecanismos que não barraram

a entrada de capitais, e sim inibiram a entrada daqueles capitais que possuíam maior potencial de risco, ou seja, buscou-se afetar a composição e a maturidade dos influxos, e não seu volume. A abolição dos controles a partir de 1999, por sua vez, pode ser baseada na falta de complementaridade dos controles de entrada com controles sobre as saídas de capitais, este último um movimento muito acentuado quando da ocorrência de crises financeiras em que há “fuga para a qualidade”. Assim, merece ser analisado o caso da Malásia.

### 1.3.2 – Os controles da Malásia e a contenção da crise

A Malásia foi um dos primeiros países a experimentar os efeitos da crise financeira de 1997. O país implementou, desde o início da década de 1990, uma série de reformas liberalizantes que buscaram integrar completamente o mercado financeiro malaio ao resto do mundo. Foi o primeiro país emergente a conseguir construir um mercado *offshore* e conseguiu atrair muitos recursos classificados como investimento direto estrangeiro (IDE), colocando o país numa trajetória de fortalecimento da infra-estrutura e acelerado crescimento.

Mesmo agindo com maior prudência que outros países asiáticos, a Malásia não deixou de se integrar excessivamente a um mercado de capitais internacionais altamente volátil, além de ter sofrido um problema típico de descasamento moedas, por meio de denominação dos ativos financeiros em moeda local fragilizada (desvalorizada frente ao dólar) e dos passivos em moeda estrangeira forte. A seqüência de reformas possibilitou a formação de enormes bolhas especulativas e o governo tinha pouco controle sobre a composição e os prazos do endividamento externo.

O diferencial da experiência malaia de controles de capitais, na verdade, apareceu no momento da reversão do ciclo de capitais e eclosão da crise de 1997. Rejeitando taxativamente o receituário recessivo do FMI, o país colocou em funcionamento uma série de medidas que buscava barrar a saída de capitais e a correria pela busca da qualidade. Entre essas medidas, merecem ser citadas, em conformidade ao contido em Bastos, Biancareli e Deos (2006), o bloqueio do mercado *offshore*, o bloqueio da saída de recursos de residentes, limitação do

investimento externo e proibição de repatriações de aplicações estrangeiras que já estavam internalizadas (por um ano). Conteve-se assim uma correria alucinada para fora e um acirramento do descasamento de moedas. Além disso, conforme indicado por Epstein, Grabel e Jomo (2003), o governo deu início a uma política monetária expansionista (ou seja, exatamente o contrário do que recomendava o FMI!).

A adoção dessas políticas permitiu que a Malásia se recuperasse mais rapidamente que os países vizinhos (Filipinas, Tailândia). Todavia, ainda sim o caso malaio demonstrou os perigos de uma integração desregulada às finanças internacionais e como os países emergentes ainda são reféns das conjunturas financeiras externas; em outras palavras, é melhor “prevenir que remediar”, tomando os devidos cuidados para que a reavaliação da integração desregulada não seja feita somente após a crise, mas antes dela. De qualquer forma, como lição, a Malásia também demonstrou que se a crise já foi eclodida, cabe então a aplicação de controles de saída que constituam uma intervenção “*rápida, abrangente e profunda*” (Bastos, Biancareli e Deos, 2006, p. 560).

### 1.3.3 – A Tailândia e o atraso na contenção da crise

Neste item, seguimos especificamente os estudos de Bastos, Biancareli e Deos (2006). O caso tailandês é a outra face da moeda do caso malaio: a Tailândia também buscou controles sobre a saída de capitais, mas não teve a mesma abrangência e agilidade que a Malásia.

A Tailândia também experimentou um processo de aceleração no crescimento durante a década de 1990, através de um processo acentuado de abertura econômica. O país recebeu um volume expressivo de IDE e investiu em infra-estrutura voltada às exportações. Os tailandeses também construíram um mercado *offshore* e davam ampla liberdade às transações em moeda local e estrangeira. É evidente que, durante o período de liquidez abundante, essas características renderam muitos recursos ao país, mas cumpre avaliarmos o momento do revés do ciclo.

Em 1997, a moeda tailandesa, o *baht*, sofreu um fortíssimo ataque especulativo, graças a uma alastrada crise de confiança na manutenção do valor da

moeda frente ao dólar. Com o acirramento da corrida especulativa, as autoridades tentaram controlá-la via criação de um mercado dual de câmbio, isto é, haveria um mercado para os capitais especulativos (o qual sofreria custos punitivos) e outro para os capitais relacionados ao IDE, ao comércio e outras aplicações estáveis (esses não seriam restritos).

Ocorre que esse mercado dual possuía diversos “canais” pelos quais ainda era possível efetuar operações de arbitragem via diferencial de preços entre esses dois mercados. Assim, a falta de controles mais abrangentes sobre o movimento de capitais acabou por transformar os mecanismos adotados em simples anexos do sistema financeiro sem restrições efetivas sobre a especulação; este episódio foi o estopim da crise asiática.

Portanto, em comparação à Malásia, vemos que a Tailândia atravessou um processo mais doloroso de recuperação econômica, por meio dos ajustes propostos pelo FMI, e deu-nos a lição de que se os controles e outras medidas prudenciais (como a decisão em manter o mercado *offshore* aberto, ao contrário da Malásia) não forem suficientemente abrangentes, pouco pode ser feito para conter o movimento de fuga acelerada de capitais; ou seja, a Tailândia não reviu suas concepções favoráveis à liberalização desregulada na mesma magnitude que fez a Malásia.

#### 1.4 – Conclusão

Para concluir, algumas questões abordadas ao longo deste capítulo serão retomadas. Foram descritos os diversos tipos ou meios pelos quais é possível o controle de capitais, seja pelos controles em si ou por regulações prudenciais. Foram colhidas algumas definições variadas sobre os diversos tipos de controle e como se dá sua aplicação, mostrando inclusive quais são os objetivos por eles almejados.

Num segundo momento, foi estabelecido um intenso (e extenso) debate entre argumentos contrários e argumentos favoráveis à adoção de controles de capitais, que ainda está muito longe de chegar a um consenso (ou mesmo nunca chegará). Esse debate se deu em dois planos: um mais geral, em que são postas as

questões relativas ao próprio movimento de apoio ou restrição à liberalização financeira completa, e outro plano mais específico, em que os diversos autores debatem as técnicas, os limitantes e os resultados observados pela adoção de controles.

Por último, foram descritas sucintamente três experiências internacionais de uso de controles de capitais, em que foi observada a utilização de controles de entrada (Chile) e controles de saída (Malásia e Tailândia), avaliando inclusive como esses controles mostraram-se eficientes na resolução de problemas na gestão econômica e como eles devem ser integrados (como devem funcionar simultaneamente) de forma a controlar todos os movimentos de capitais que tenham por motivação vital a simples especulação.

Por fim, as principais conclusões para guiar a segunda parte deste trabalho e sustentar os resultados a serem obtidos são as que seguem: posto que os fluxos internacionais são instáveis por natureza e, sendo assim, não são fontes confiáveis de recursos para projetos de desenvolvimento – que, naturalmente, são projetos de longo prazo - é possível (e desejável), mesmo num momento em que o ciclo de liquidez esteja ascendendo, disciplinar o movimento de capitais e fazê-lo funcionar como motivador do crescimento, e não como motor da especulação e crise financeira nos países receptores. O melhor a ser dito é que a integração desregulada às finanças internacionais não é o melhor caminho para países em desenvolvimento. É crucial a manutenção de dispositivos que possibilitem maior autonomia na gestão da economia dos países, entre eles os controles de capitais.

## Capítulo 2 – Experiências recentes de controles durante a ascensão do ciclo de liquidez internacional

Após todo o debate teórico realizado no capítulo anterior, é hora de direcionar o debate às experiências concretas dos países emergentes. A seguir, segue um breve relato do que será realizado nos próximos itens deste capítulo.

No item 2.1, far-se-á uma breve análise sobre a idéia dos ciclos de liquidez na economia internacional, com vistas a avaliar de que maneira essa discussão afeta crucialmente os rumos pelos quais este caminhará este estudo sobre a adoção de controles pelos países emergentes.

No item 2.2, será feita uma coleta de experiências internacionais recentes de controles de capitais (entre os países emergentes) para logo após serem levantados diversos dados macroeconômicos relevantes para a avaliação das experiências de controles.

Por fim, no item 2.3, após todo esse levantamento de experiências de controles, já avaliadas pelos seus respectivos impactos macroeconômicos, será possível avaliar quais foram os erros e acertos dos países durante a adoção dos mecanismos de controles, e assim dar suporte a futuras discussões sobre a adoção de controles.

### 2.1 – Breve nota sobre os ciclos de liquidez

Para guiar essa nota sobre os ciclos de liquidez, será utilizado o exposto no trabalho de Biancarelli (2007). Como primeiro avanço nesse sentido, ver-se-á um pouco sobre os ciclos em si.

Inúmeros autores realizaram constatações teóricas dedicadas a estudar o comportamento cíclico da economia capitalista. É fato que essa economia sofre flutuações frequentes que determinam os rumos de todos os países ao redor do globo; por isso mesmo, torna-se tão importante entender por que elas ocorrem e, mais do que isso, de que maneira elas afetam cada grupo de países.

Quando se fala de ciclo, diz-se ser qualquer experiência em que ocorra uma etapa na qual haja ascendência da atividade econômica, acompanhada pela descendência dessa atividade. O mais intrigante é entender como há essa “queda” da atividade em âmbito internacional (quadro em que este trabalho se insere).

Em primeiro lugar, será feita uma aproximação da mentalidade dos aplicadores internacionais de capitais. Sua lógica imutável é de acumulação financeira, por meio de constante *trade off* entre as possibilidades de rendimento e os riscos aos quais se submetem na busca por esse rendimento. Quando é tratado o caráter desse sistema financeiro internacional, não restam indagações do que os aplicadores consideram como aplicação “segura” e “insegura” – o gradiente de moedas entre o dólar e as moedas inconversíveis emitidas pelos países emergentes (para mais detalhes, vide Cohen (1998)).

Por assim ser configurado o cenário internacional, a busca de rendimentos em moedas “fracas” dos países emergentes já denota uma fase ascendente do ciclo de liquidez em que há baixa aversão ao risco, isto é, queda na preferência pela liquidez, ao mesmo tempo em que as perspectivas de riscos tornam-se crescentemente otimistas.

Entretanto, diante de uma crise de confiança ou de um choque nas expectativas, os aplicadores retomam sua preferência pela liquidez e inicia uma fase descendente do ciclo, com perdas consideráveis por parte do países emergentes. Quando a balança comparativa de rendimentos entre os países centrais e emergentes, ponderada pelos riscos, despenca na direção dos primeiros, o movimento de *flight to quality* torna-se praticamente inevitável.

Pois bem, desse comportamento cíclico do mercado financeiro internacional depreendemos um debate sobre os fatores internos e externos às economias que recebem os capitais, enquanto fatores de relevância (*pull e push factors*) para os movimentos em direção às diversas economias, em especial às emergentes. Mesmo que as características da economia doméstica sejam relevantes na determinação dos fluxos, as fases de “seca” e “cheia” que tipificam um ciclo são determinadas pelas condições dominantes nas economias centrais.

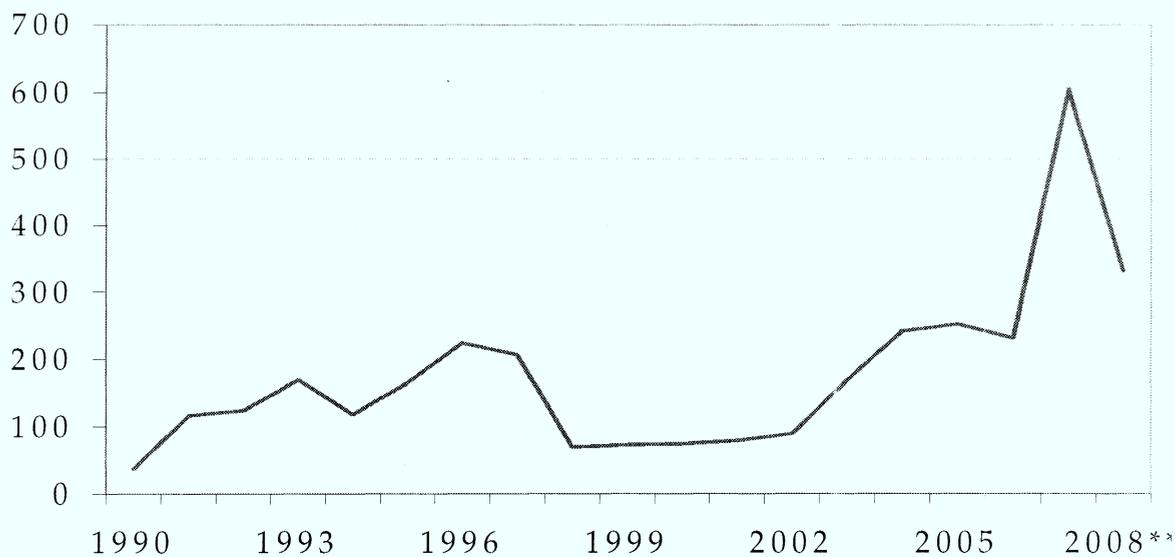
Explicando melhor, o desempenho econômico mundial – altas ou baixas taxas de crescimento da economia mundial – e a política monetária das nações centrais vai definir o movimento dos aplicadores e dar uma resposta aos seus questionamentos: suportar o risco por mais rendimento, ou diminuir o risco e garantir a qualidade das aplicações financeiras? Isso definirá que a opção pelo maior risco nas aplicações dos países emergentes está fatalmente associada ao baixo dinamismo ou aos baixos rendimentos das aplicações de capitais nos países centrais.

Vale citar aqui dois ciclos principais observados no passado recente. Entre o início dos anos 90 e às vésperas da crise asiática, temos clara ascensão de um ciclo que iniciará sua queda a partir da crise asiática. Após um período de seca, temos a ascensão de um novo ciclo a partir de 2002. Aproveitamos aqui a nota metodológica de Biancareli (2007) para esboçar dois gráficos principais, conforme gráficos 1 e 2, a seguir.

Primeiramente, observa-se que o segundo ciclo citado supera todos os montantes de capitais anteriores. Há um movimento bastante forte entre os fluxos de saída de capitais, principalmente entre os ativos de reserva, ou em palavras mais esclarecedoras, a rubrica que agrupa o movimento recente de sobre-acúmulo de reservas internacionais, principalmente por parte dos países emergentes – postura essa que revela uma tentativa de melhorar a capacidade de resistência a uma possível reversão do ciclo, isto é, ainda não há plena confiança de que os fluxos respondam diretamente aos tão defendidos “fundamentos” da economia doméstica, como previsto pelo *mainstream*. Esse, inclusive, é um dos diferenciais marcantes em relação ao ciclo anterior.

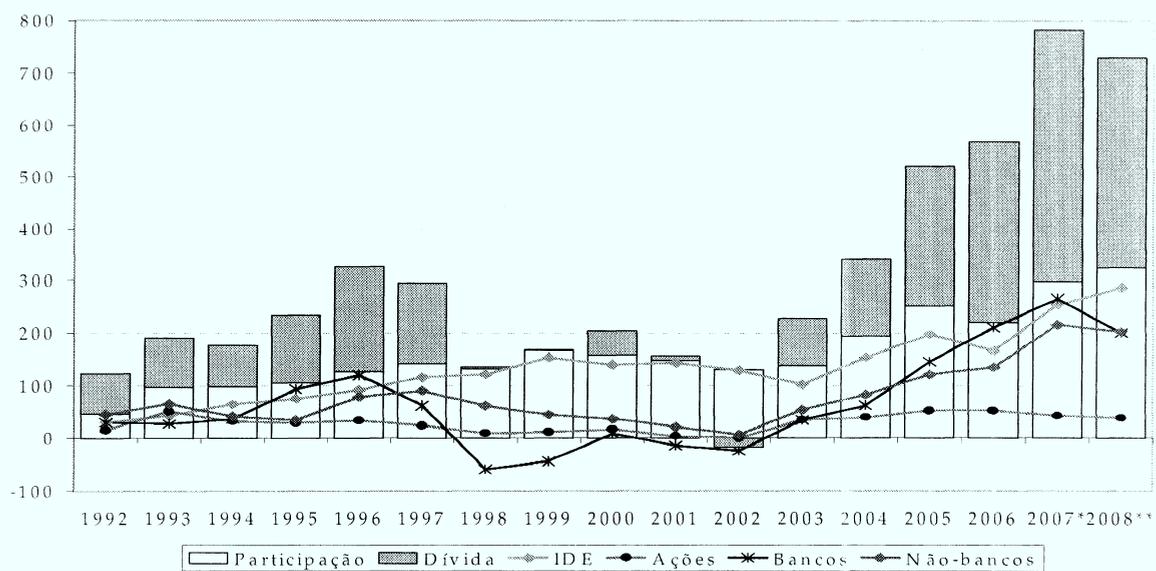
Por fim, antes do início da coleta de dados propriamente dita, pode-se dizer que a postura adotada neste trabalho, e que já ficou inicialmente definida no capítulo 1, é a de que o acesso ao mercado financeiro internacional e as disponibilidades decorrentes desse acesso são definidos por políticas que estão muito além do esforço econômico dos países emergentes. Ou seja, as nações emergentes estão inevitavelmente sujeitas à “oscilação cíclica da disponibilidade de financiamento externo” (Biancareli, 2007 p. 69).

**Gráfico 1 - Fluxos privados líquidos, em bilhões de dólares, FMI:**



Fonte: World Economic Outlook, *apud* Biancareli (2007).

**Gráfico 2 - Fluxos privados líquidos, em bilhões de dólares, IIF**



Fonte: Institute for International Finance (IIF) *apud* Biancareli (2007)

A seguir, serão avaliadas as experiências internacionais recentes que marcam as tentativas de aplicação de controles na época de “cheia” do ciclo atual internacional.

## 2.2 – Coletando experiências recentes de controles de capitais entre os países emergentes e identificando os seus efeitos sobre as variáveis macroeconômicas

Como já foi discutido na parte introdutória do capítulo 1, as experiências recentes de controles são bastante escassas (seja pelo otimismo gerado pela abundância de liquidez, seja pelo temor de retaliações de aplicadores internacionais). A seguir, levantamos três experiências de controles recentes de maior relevância, apontando as principais motivações desses países para tal: Argentina, Colômbia e Tailândia.

Primeiro, relatemos o que ocorreu na Argentina. Em junho de 2005, o governo argentino anunciou que expandiria os controles sobre os fluxos de entrada. O país adotou a obrigatoriedade de 30% dos capitais aplicados durante pelo menos um ano. O objetivo dessa medida, na realidade, foi evitar o movimento de valorização do peso frente ao dólar, que prejudicava um dos fatores-chave na recuperação econômica argentina, a saber, o câmbio competitivo.

Será seguida agora a tipologia dos controles apontada no capítulo 1. No caso argentino, vê-se um exemplo típico de aplicação de controles diretos, sobre a entrada de capitais. Esse tipo de aplicação, conforme visto, tem um objetivo claro de restringir a entrada excessiva de capitais que podem acarretar variações indesejadas no câmbio. Essa foi inclusive a principal preocupação do governo argentino.

Outra aplicação de controles foi feita pela Colômbia. Como o país também sofreu movimentos de apreciação do peso colombiano, em maio de 2007 foi implantada a obrigatoriedade de que 50% dos influxos de capitais permanecessem num depósito não-remunerado do país, por no mínimo seis meses. Além disso, já havia a obrigatoriedade de que os capitais do tipo investimento direto estrangeiro (IDE) permanecessem no país por pelo menos dois anos. Diante de uma suposta retaliação dos aplicadores internacionais, em setembro de 2008 o governo resolveu abolir esses controles e garantir uma nova onda de influxos de capitais.

Aqui também é observado o mesmo mecanismo argentino: adotar controles diretos sobre a entrada de capitais, por meio da adoção de obrigatoriedade de permanência de determinado quantitativo do capital aplicado, com o objetivo de refrear um movimento de apreciação do câmbio.

Por fim, o caso tailandês é também bastante semelhante ao caso argentino. Como o baht sofria valorizações sucessivas, o governo resolveu intervir em dezembro de 2006, aplicando a obrigatoriedade de permanência de pelo menos 30% dos capitais aplicados no país, durante um ano. A medida não foi bem recebida pelos aplicadores internacionais, que reviram suas posições em baht e fizeram um movimento maciço de *sell-off*. Entretanto, sob a alegação de que as condições encontravam-se mais sólidas, o governo tailandês resolveu, em março de 2008, abolir o referido controle.

Por mais que já surjam algumas pré-conclusões pela simples observação dos fatos, a seguir serão medidos os efeitos macroeconômicos antes e depois da aplicação dos controles. Já foi observado que todos os países concentraram-se no movimento do câmbio, mas isso não necessariamente significa que as demais variáveis não puderam variar conjuntamente.

Para o levantamento dos dados, os dados utilizados são os constantes no *International Financial Statistics*, disponibilizado no sítio do FMI na internet, bem como dados constantes na base OANDA, também disponível na Internet. Vejamos a seguir as diversas variáveis.

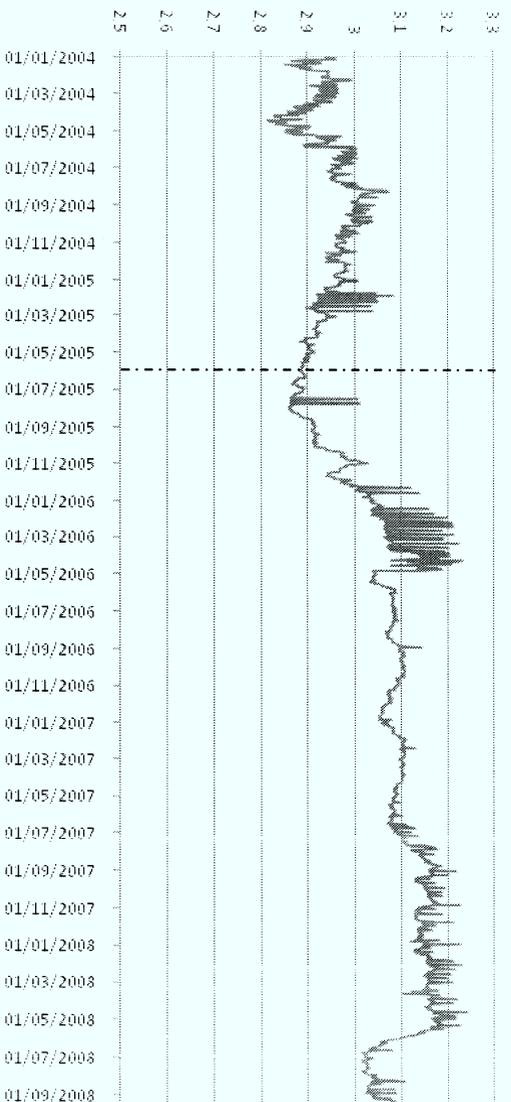
### 2.2.1 – Câmbio

Em primeiro lugar, será feita a análise de como variaram as taxas de câmbio dos três países. Cada gráfico será demarcado com uma barra vertical, indicando o momento em que foram aplicados os controles de capitais.

Por meio do gráfico 3, vê-se que o câmbio argentino é altamente volátil, mas varia dentro de uma faixa estreita de câmbio, entre 2,80 pesos/dólar e 3,22 pesos/dólar. Há um movimento claro de apreciação do peso entre meados de 2004 até meados de 2005, a partir de quando começa a suavemente desvalorizar. Entre

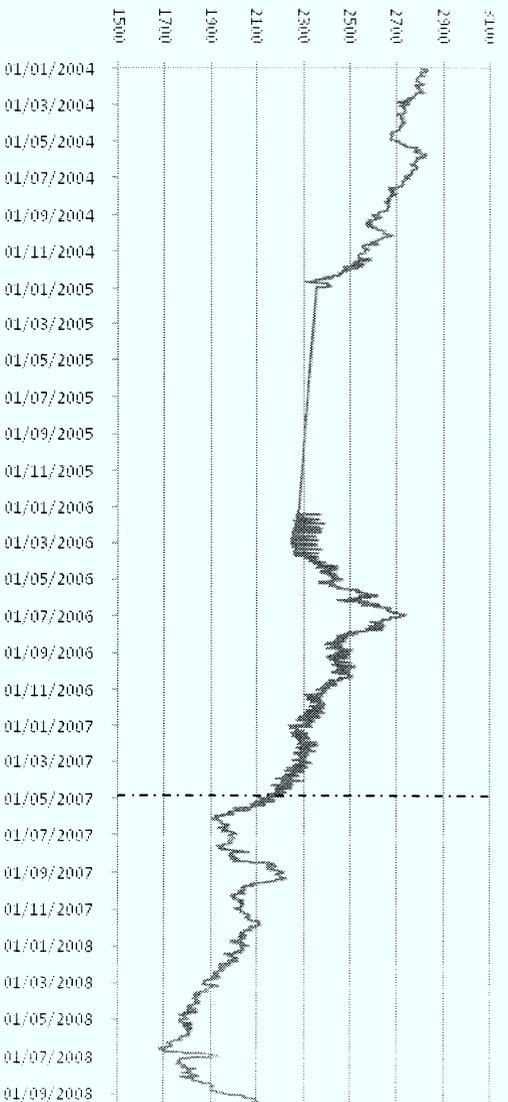
junho e julho de 2008, o peso sofre uma apreciação mais acentuada, caindo da cotação de 3,20 pesos/dólar para 3,02 pesos/dólar.

**Gráfico 3 – Câmbio peso argentino/dólar. Mensuração diária.**



Fonte: OANDA. Elaboração própria.

**Gráfico 4 – Câmbio peso colombiano/dólar. Mensuração diária.**



Fonte: OANDA. Elaboração própria.

O câmbio colombiano (gráfico 4), diferente do argentino, tem movimentos bem mais acentuados de apreciação e depreciação. Temos primeiro o fim de um

movimento de apreciação em dezembro de 2004, com uma marcante estabilidade de câmbio por todo o ano de 2005. Após uma forte depreciação entre janeiro de 2006 e junho de 2006, o peso colombiano valoriza-se fortemente, caindo de uma cotação de 2700,00 pesos/dólar para 1900,00 pesos dólar, isto é, uma apreciação aproximada de 30% no valor da moeda, no período de julho de 2006 a abril de 2007. A trajetória de apreciação continua após essa data, mais suave e com leves inflexões, e em agosto de 2008 já temos a cotação de 2200,00 pesos/dólar.

**Gráfico 5 – Câmbio baht/dólar. Mensuração diária.**



Fonte: OANDA. Elaboração própria.

O câmbio tailandês (gráfico 5) mantém-se relativamente estável entre o ano de 2004 e 2006. A partir de janeiro de 2007, começa a formação de um claro movimento de valorização da moeda frente ao dólar, que atinge seu máximo em julho de 2008, momento em que a moeda, inicialmente cotada a 41,00 baht/dólar em janeiro de 2006, despensa para 30,00 baht/dólar nesse mês de julho de 2008, ou seja, uma valorização de aproximadamente 27%.

Tomadas as experiências em conjunto, uma primeira observação é de que as três moedas sofreram movimentos apreciativos mais agudos entre meados de 2004 e início de 2005 (a Tailândia ainda resistiu até meados de 2005). O

movimento de apreciação foi particularmente forte em 2005, principalmente na Colômbia, que não exibiu qualquer sinal de reação até janeiro de 2006.

Mais importante que isso é observar o momento da adoção dos controles. No caso argentino, é bastante clara a inversão do movimento de apreciação após a adoção de controles. Conforme visto no gráfico 3, até junho de 2005, quando foram adotados os controles, a moeda apreciava-se continuamente e, após a data de aplicação dos controles, houve ainda um leve apreciação até final de agosto de 2005. A partir desse momento, o peso argentino então tomou o rumo contrário e depreciou-se continuamente até nosso último dado de setembro de 2008. A única inflexão observada nesse movimento ocorreu entre maio e julho de 2008; mesmo assim, a taxa de câmbio mínima na Argentina após a aplicação dos controles foi maior que antes da adoção (3,01 pesos pesos/dólar em junho de 2008, contra 2,81 pesos/dólar em abril de 2004).

Quanto à Colômbia, após experimentar o já comentado movimento apreciativo entre julho de 2006 e abril de 2007, resolveu, em maio de 2007, adotar controles, conseguindo um resultado imediato satisfatório: o câmbio interrompeu sua trajetória de valorização um mês após a aplicação dos controles (somente no mês de maio, com os controles já validados, o câmbio variou de 2144,55 pesos/dólar para 1960,59, isto é, uma apreciação de quase 9% em menos de um mês), e então depreciou entre a segunda quinzena de junho e a terceira semana de setembro de 2007. Após esse curtíssimo período, a trajetória de apreciação retomou forças e prosseguiu até os últimos dados observados, com suaves inflexões que não se consolidaram como reversões na trajetória de apreciação cambial. Em suma, o alcance máximo dos controles foi conseguir soerguer a taxa cambial a 2226,64 pesos/dólar em 13/09/07, um avanço pífio se observada a última taxa de abril de 2007, a saber, 2209,20 pesos/dólar. Na realidade, a aplicação dos controles em si só gerou uma inflexão mais prolongada no movimento de apreciação e tornou-o um pouco mais lento, não causando uma reversão sustentada conforme foi observado na Argentina. No último dia de setembro, já se observava a taxa de 2153,69 (isto é, 2% mais valorizada que a última taxa de abril). Por fim, é importante atentar que a própria abolição dos controles no início de setembro de 2008, assim como a sua

adoção em maio de 2007, produziu também efeitos positivos sobre a depreciação do câmbio; melhor dizendo, a taxa cambial de setembro variou de 1956,00 para 2153,69 pesos/dólar, depreciação superior a 10% num único mês. No próximo item, ver-se-á com mais detalhes como foi produzido esse curioso movimento.

Concluindo com o caso tailandês, a aplicação dos controles em dezembro de 2006 não surtiu efeitos sobre a apreciação cambial; pelo contrário, essa tendência até se reforçou após a adoção dos controles. Veja-se que entre janeiro de 2004 e novembro de 2006 o câmbio variou de aproximadamente 39 bahts/dólar para uma taxa próxima a 36 bahts/dólar (uma apreciação de quase 8% num prazo de 23 meses). Após a adoção dos controles, o câmbio de 36 bahts/dólar em 01/12/2006 apreciou até 30 bahts/dólar em 29/02/2008, uma apreciação de aproximadamente 17% num prazo de 15 meses (o dobro da apreciação anterior num prazo 8 meses inferior). Temporalmente, a apreciação do câmbio só aliviou e inclusive reverteu a partir de março de 2008, que, por sinal, foi o mês exato em que foram abolidos os controles.

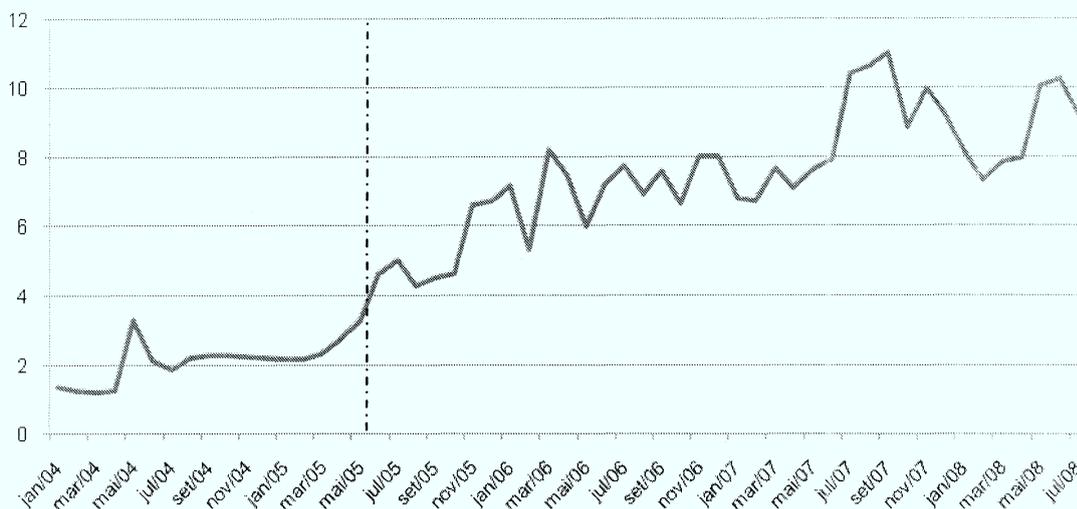
Já se extraem três observações importantes e distintas: a aplicação dos controles na Argentina esteve associada, ainda que não só devido aos controles, a um movimento bem-sucedido de reversão da apreciação cambial, e o país não aboliu os controles; a Colômbia teve um curtíssimo prazo de sucesso na reversão da apreciação, mas o movimento prolongado dessa apreciação permaneceu e o país aboliu os controles, atitude que ainda não deu sinais consistentes de reversão da valorização do peso colombiano; por fim, o caso tailandês, exatamente oposto ao argentino, em que o país adotou controles com o intuito de auxiliar no alívio da apreciação do câmbio e conseguiu exatamente o movimento contrário - de aceleração da apreciação -, decidindo então aboli-los. Tal abolição coincidiu com o mês em que o câmbio começou a desvalorizar.

### 2.2.2 - Juros

Agora, será analisado o comportamento das taxas de juros dos países. Adotaremos o mesmo critério de delimitação temporal dos controles por meio de barras verticais. Para tal, foram utilizadas as *Money market rates* do IFS, à exceção

da Colômbia, que, diante da indisponibilidade de tal taxa, foi então utilizada a taxa *interbancária (TBS)*.

**Gráfico 6 – Taxas de juros argentinas, *Money market rate*, em %.  
Mensuração mensal.**

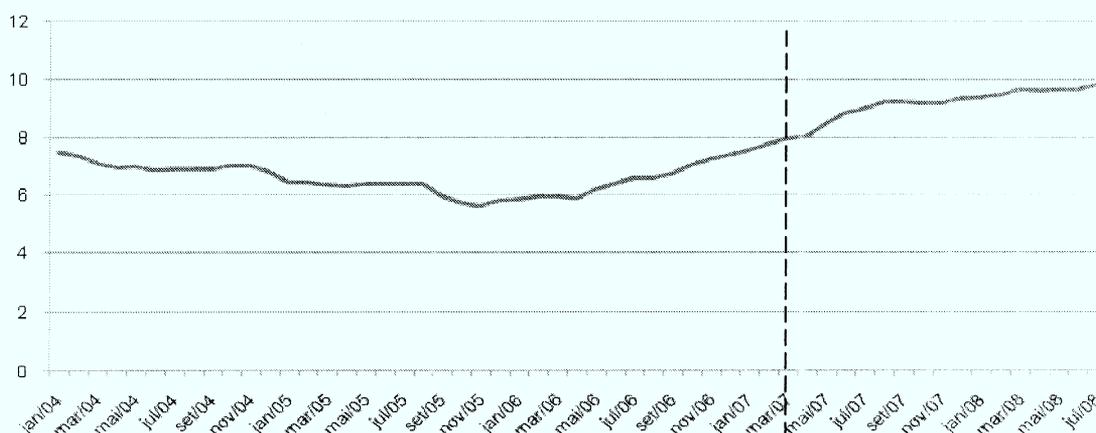


Fonte: IFS. Elaboração própria.

Como se vê no gráfico 6, a taxa de juros argentina mantinha trajetória de baixa até o fevereiro de 2005, quando sofreu um aumento prolongado que durou até o primeiro trimestre de 2006. Durante esse tempo, a taxa subiu de um patamar de 2% para quase 8%. Após um período estável entre o segundo trimestre de 2006 e março de 2007, a taxa deu um breve guinada entre segundo trimestre de 2007 até novembro de 2007, quando atingiu a marca de 11%. Após, decresceu continuamente até atingir novamente o patamar dos 8% em fevereiro de 2008, e desde então apresenta novo movimento de aumento.

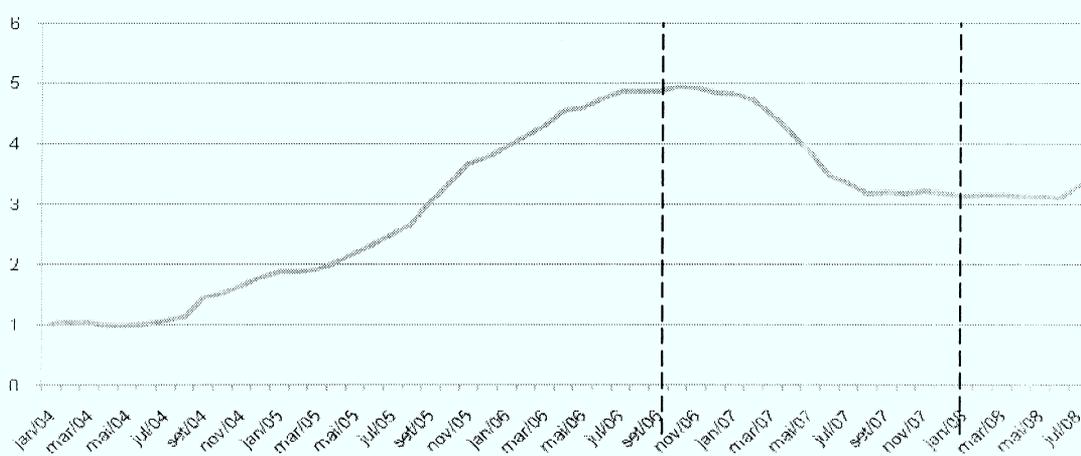
A taxa de juros colombiana, gráfico 7 abaixo só pôde ser medida por meio da taxa TBS, motivo pelo qual fizemos o mesmo levantamento para os outros dois países. Assim, percebemos um movimento de suave queda entre janeiro de 2004 e outubro de 2005, a partir de quando a taxa sobe continuamente até atingir 9 % em agosto de 2007, daí por diante permanecendo estável. A taxa de juros, entre janeiro de 2004 e junho de junho e 2008, variou entre 7% e 9,5%.

**Gráfico 7 – Taxas de juros colombianas, TBS, em %. Mensuração mensal.**



Fonte: IFS. Elaboração própria.

**Gráfico 8 – Taxas de juros tailandesas, Money Market Rate, em %. Mensuração mensal.**



Fonte: IFS. Elaboração própria.

As taxas de juros tailandesas (gráfico 8), por sua vez, variaram por meio de uma grande “onda”. Vemos a ascensão dessa “onda” entre janeiro de 2004 e dezembro de 2006, com um aumento da taxa de juros de 1% para 5%. A partir de janeiro de 2007, vemos a descensão da “onda”, com a taxa caindo de 5% para 3% entre janeiro e agosto de 2007, aí se estabilizando até junho de 2008.

Pelos dados elencados, vê-se que observando as trajetórias dos juros, na Argentina, a data de aplicação dos controles ocorreu já dentro de um movimento mais acentuado e prolongado de elevação das taxas de juros, assim como ocorreu com a Colômbia. A aplicação dos controles na Tailândia, ao contrário, ocorreu anteriormente a uma queda nos juros, mas somente seis meses depois. Assim, seria necessário um exaustivo trabalho no sentido de mensurar os responsáveis pela variação nos juros. Apesar dos efeitos não serem tão surpreendentes, é bem possível que os controles possam ter auxiliado no balanço das entradas de capitais e sua conseqüente influência sobre os juros.

### 2.2.3 – Conta Financeira

Também utilizando o IFS, foram medidas diversas rubricas das contas financeiras dos três países em estudo (dados trimestrais), de tal forma a analisar se houve mudanças significativas na composição dessas contas após a aplicação dos controles.

São quatro os grupos de fluxos de capitais apontados pela base de dados em referência:

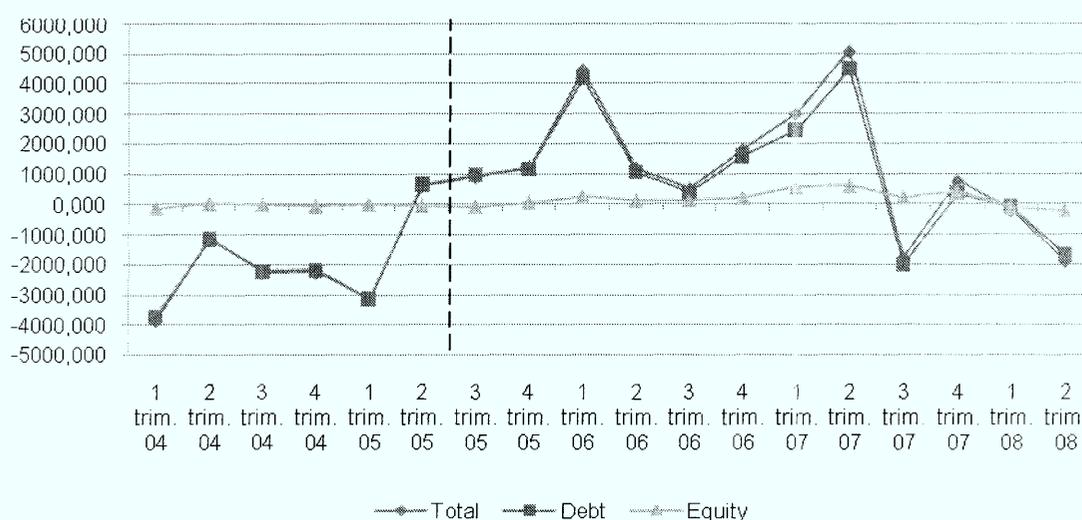
- a-) investimento direto estrangeiro (IDE);
- b-) investimentos de portfólio (IP);
- c-) outros investimentos (OI);
- d-) derivativos.

À exceção do grupo “a”, todos os demais possuem uma divisão entre ativos e passivos (*assets e liabilities*), além de diversas outras subclassificações, que serão vistas com a análise das contas de cada país. Quanto ao IDE e aos derivativos, por não terem apresentado relação expressiva com os controles, suas análises serão dispensadas neste trabalho. Por fim, a análise dos três países será dividida em tópicos diferenciados.

#### 2.2.3.1 - Argentina

Primeiramente, vê-se no gráfico 9, a seguir, como se comportaram os investimentos de portfólio. Adota-se o mesmo sistema da identificação dos controles de capitais por meio de barras verticais em cada gráfico.

**Gráfico 9 – Investimentos de Portfólio totais, em milhões de US\$.**  
**Argentina. Mensuração trimestral.**



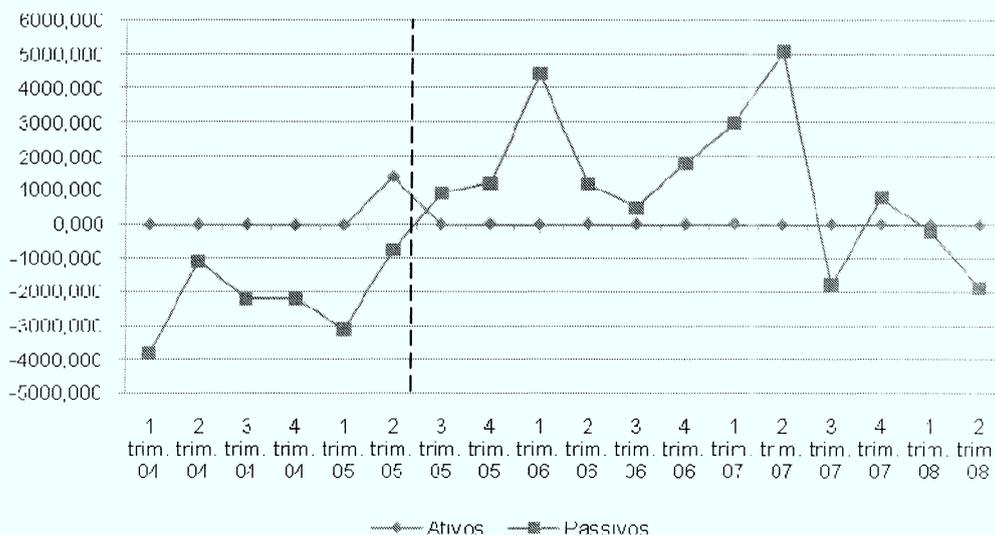
Fonte: IFS. Elaboração própria.

Através do gráfico, são apresentados os resultados das apurações desses investimentos entre janeiro de 2004 e junho de 2008. Por ele, vê-se que os controles de capitais foram aplicados dentro de uma conjuntura de reversão no balanço negativo dessa conta. Para tanto, vejamos que essa conta atingiu um balanço levemente positivo somente no segundo trimestre de 2005; os controles foram aplicados no último mês desse período (junho de 2005). A partir daí, tem-se um salto no saldo positivo da conta que rumou de aproximadamente US\$ 1 bilhão, no terceiro trimestre de 2005, para quase US\$ 4,5 bilhões, logo no primeiro trimestre de 2006. Após esse pico, os investimentos de portfólio deram outro mergulho, atingindo apenas US\$ 500 milhões no terceiro trimestre de 2006, mas imediatamente voltaram a subir aceleradamente, atingindo US\$ 5 bilhões no segundo trimestre de 2007. Aí ocorreu uma queda aceleradíssima nos investimentos de portfólio, que atingiram a marca negativa de quase US\$ 2 bilhões já no terceiro trimestre de 2007. A situação melhorou sutilmente no semestre seguinte, mas já temos uma situação razoavelmente negativa no segundo trimestre de 2008.

Por hora, a única conclusão completa é de que houve significativa melhora no saldo dos investimentos de portfólio, e foi dentro dessa realidade que foram aplicados os controles - a despeito de alguns saldos negativos observados, mas que em nada se comparam aos saldos anteriores. Todavia, para melhor entender o intenso movimento da conta de investimentos de portfólio, faz-se necessário explorar como variaram, separadamente, os ativos e passivos (*assets e liabilities*). Esses dados estão agrupados no gráfico 10, a seguir. Os investimentos de portfólio foram classificados e tiveram seus fluxos separados conforme a separação acima descrita.

Através desse gráfico, vê-se que só houve variações nos passivos dos investimentos de portfólio. Surgem ativos de investimento de portfólio somente no segundo trimestre de 2005, pouco significativos.

**Gráfico 10 – Investimentos de Portfólio, por ativos e passivos, em milhões de US\$. Argentina. Mensuração trimestral.**



Fonte: IFS. Elaboração própria.

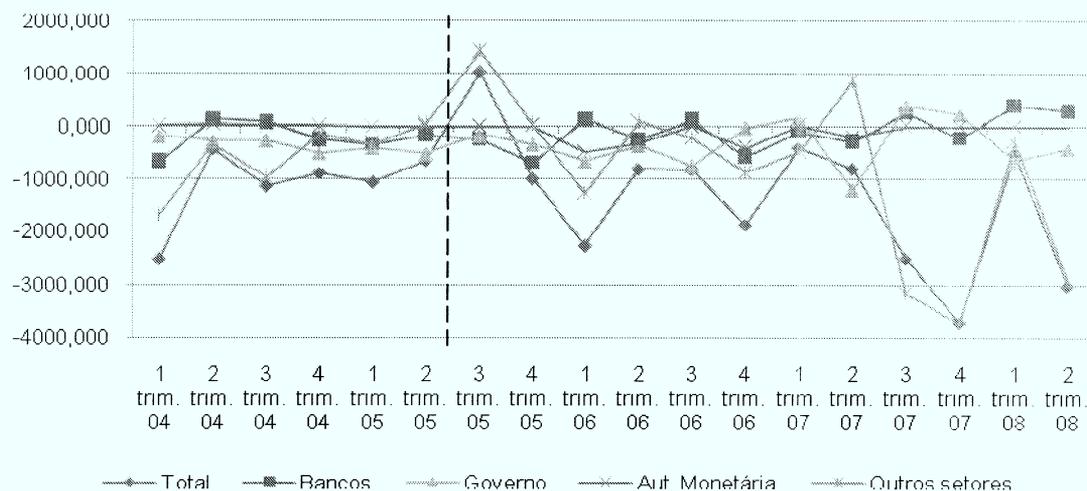
Sendo assim, as variações que foram observadas na análise do gráfico 9 decorreram todas, na realidade, dos passivos assumidos dentro dos investimentos de portfólio. Pode-se especificar ainda mais, classificando esses investimentos de

portfólio segundo ativos e passivos e segundo o tipo. Para o FMI, são considerados os *debt securities* e os *equity securities*. Daí, resultou o gráfico 10, acima.

Assim especificados os investimentos de portfólio, conclui-se que os controles de capitais resultaram num aumento dos investimentos de portfólio, frente ao observado antes da aplicação dos controles. Essencialmente, esse aumento se deu via aumento dos passivos, isto é, a aquisição de títulos emitidos pela própria Argentina por compradores não-residentes aumentou após a aplicação dos controles. Há diversos determinantes para esse comportamento, mas, ao menos, indica que os controles não prejudicaram a credibilidade do país, como previsto por alguns teóricos defensores da liberalização.

É hora então de analisar os outros investimentos argentinos. A seguir, tem-se o gráfico 11, que demonstra os fluxos das diversas divisões de outros investimentos, junto ao fluxo total desses capitais. Os fluxos apontados neste gráfico são líquidos, isto é, correspondem aos ativos menos os passivos de cada um dos agentes especificados.

**Gráfico 11 – Outros investimentos por setor, em milhões de US\$. Argentina.  
Mensuração trimestral.**

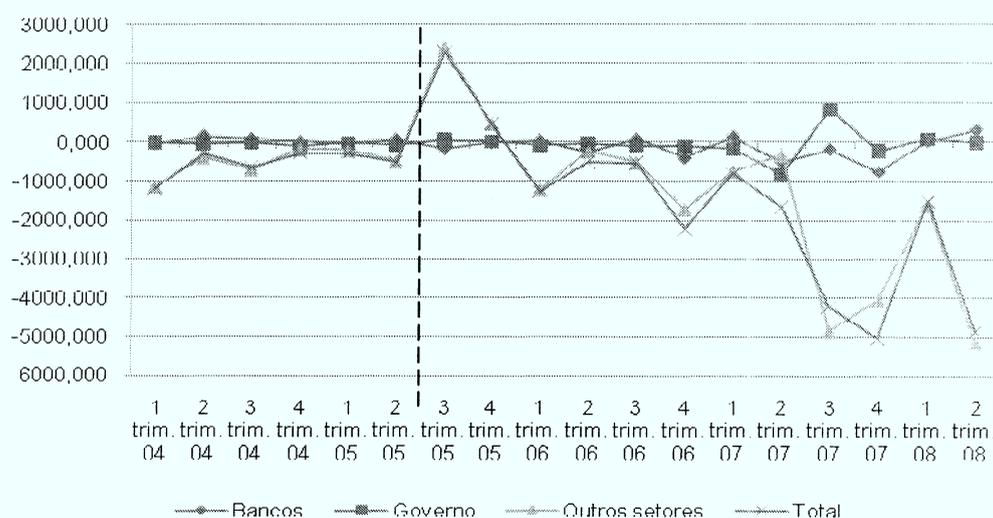


Fonte: IFS. Elaboração própria.

Por meio desse gráfico, é possível observar que os outros investimentos argentinos apresentam muita variação, principalmente em decorrência dos outros investimentos de outros setores. Também há relevância nos outros investimentos do governo. Os demais tipos de outros investimentos são menos relevantes e apresentam variações bem mais amenas.

É interessante apontar quais são as variações de ativos e passivos que mais interferiram nesse resultado. Os ativos e passivos serão agrupados em gráficos separados, classificados segundo cada responsável pelos outros investimentos.

**Gráfico 12 – Ativos de outros investimentos, por setor, em milhões de US\$.**  
**Argentina. Mensuração trimestral.**



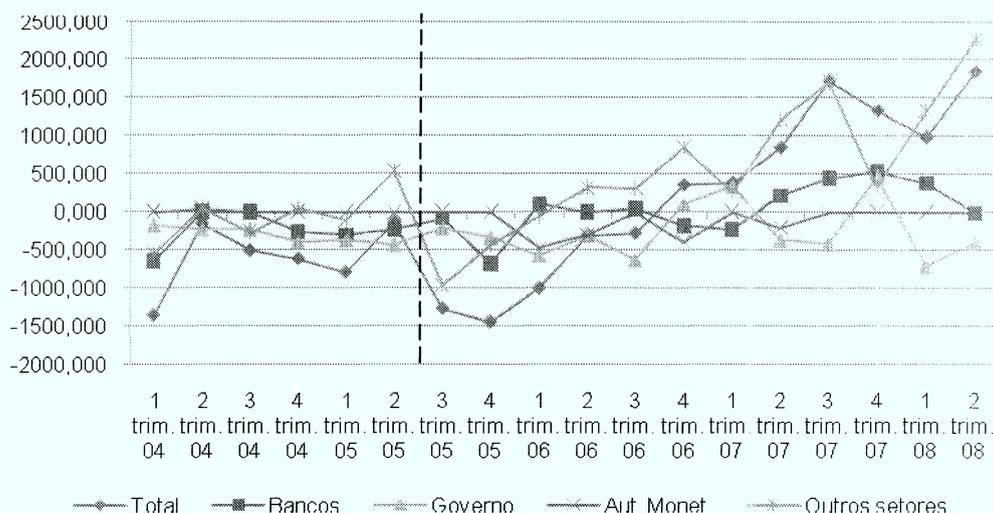
Fonte: IFS. Elaboração própria.

Pelo gráfico 12, é possível avaliar que, após a aplicação dos controles, as variações em outros investimentos totais, ditadas quase que totalmente pelas variações de outros investimentos de outros setores, tiveram um súbito aumento, que não foi mantido no tempo; pelo contrário, a partir do quarto trimestre de 2005, os ativos iniciam um movimento de queda constante. Isto significa dizer que os agentes relacionados diminuíram consecutivamente todos e quaisquer empréstimos ou financiamentos concedidos ao exterior, saindo de uma situação inicial negativa, quando da aplicação dos controles, de US\$ 516 milhões, para outra situação ainda mais negativa, de US\$ 1,5 bilhões, ao fim do primeiro trimestre de 2008 (sem contar

o profundo vale observado no quarto trimestre de 2007, da ordem de US\$ 4,3 bilhões de dólares). As autoridades monetárias não foram inclusas, pois não apresentaram qualquer variação dentro do período analisado.

Como dito acima, a análise dos ativos deve vir acompanhada de análise semelhantes dos passivos dos outros investimentos. Apesar de uma queda inicial - no momento da aplicação dos controles - nos passivos, esses iniciaram um movimento continuado de aumento a partir também do quarto trimestre de 2005, com inflexão apenas no quarto trimestre de 2007. Vale observar que os passivos, de maneira semelhante aos ativos, são medidos principalmente pelos outros setores. Ainda sim, a participação do governo ganha alguma relevância a partir do primeiro trimestre de 2007, quando começa a apresentar variações contrárias às observadas nos outros setores. Em outras palavras, percebe-se claramente que aumentam os créditos obtidos pelos argentinos – empréstimos de agentes privados, FMI, depósitos em moeda estrangeira - junto ao mercado internacional.

**Gráfico 13 – Passivos de outros investimentos, por setor, em milhões de US\$.**  
**Argentina. Mensuração trimestral.**

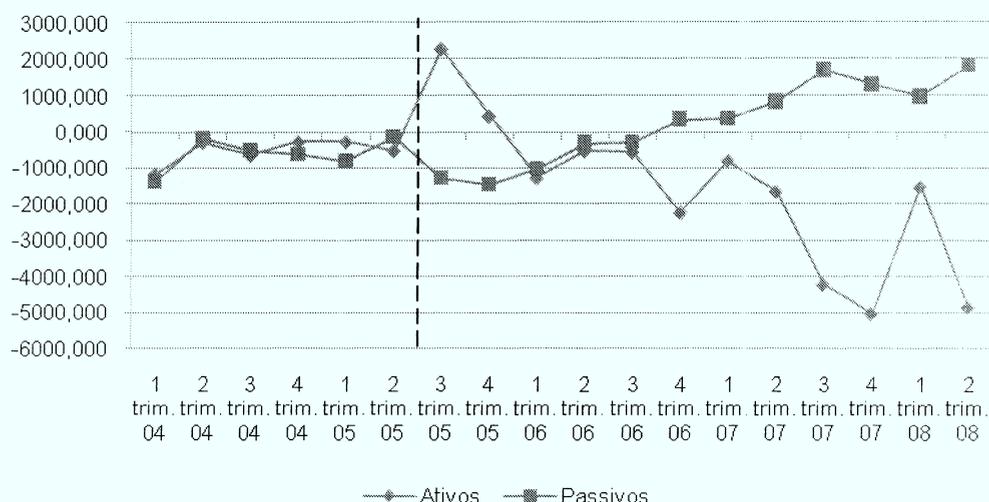


Fonte: IFS. Elaboração própria.

Por fim, quanto aos outros investimentos, conclui-se que houve uma importante mudança na realidade Argentina a partir de julho de 2005: iniciou-se uma

inflexão tanto dos ativos quanto dos passivos (diminuição dos primeiros, aumento dos segundos). Melhor dizendo, os controles foram aplicados em junho de 2005, e foram produzidos efeitos mais expressivos sobre os ativos e passivos a partir de outubro de 2005. O movimento observado reflete uma clara postura por parte dos emprestadores, a saber, eles têm direcionado crescentemente divisas à Argentina, enquanto que a própria Argentina têm emprestado cada vez menos ao exterior. As condições de solubilidade da dívida, assim, têm se mostrado crescentemente prejudicadas. O gráfico 14 representa com clareza o anteriormente exposto.

**Gráfico 14 – Ativos e passivos totais de outros investimentos, em milhões de US\$. Argentina. Mensuração trimestral.**



Fonte: IFS. Elaboração própria.

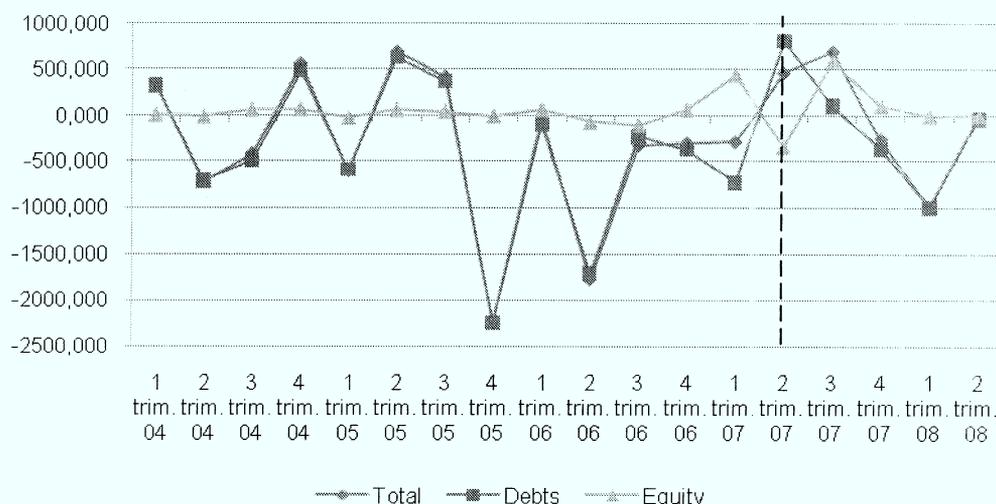
### 2.2.3.2 – Colômbia

Agora, cumpre avaliar o que ocorreu com a conta financeira colombiana. De maneira semelhante à Argentina, serão analisados apenas os investimentos de portfólio e ou outros investimentos. A seguir, será visto o primeiro grupo.

Por meio do gráfico, são apresentadas as variações dos investimentos em portfólio entre janeiro de 2004 e junho de 2008. A aplicação dos controles em maio de 2007 é coincidente a um momento de forte aumento desses investimentos. Até então, as variações experimentadas pelo país foram quase todas negativas, apenas

com suaves variações positivas no quarto trimestre de 2004 e nos segundo e terceiro trimestres de 2005. No quarto trimestre de 2005, por exemplo, observa-se um mergulho muito profundo dos investimentos de portfólio, que chegam a uma marca negativa de US\$ 2,24 bilhões. Voltando mais especificamente ao trimestre de aplicação dos controles, é importante observar que de uma variação negativa da ordem de US\$ 340 milhões no primeiro trimestre de 2007, no segundo trimestre, quando ocorreu também a aplicação dos controles, esse saldo chegou a US\$ 465 milhões positivos. No terceiro trimestre, então, o número sobe para US\$ 699 milhões, mas cai para US\$ 1 bilhão negativo no primeiro trimestre de 2008. Merece também ser dito que o resultado final desses cinco anos, se somados os fluxos trimestrais, resultam num saldo negativo acumulado de US\$ 3,81 bilhões. Para efeito de comparação, no mesmo período de tempo, a Argentina acumulou, nos mesmos parâmetros colombianos, um saldo positivo de US\$ 5,23 bilhões, isto é, uma diferença de mais de US\$ 10 bilhões em cinco anos.

**Gráfico 15 – Investimentos de Portfólio totais, em milhões de US\$.  
Colômbia. Mensuração trimestral.**

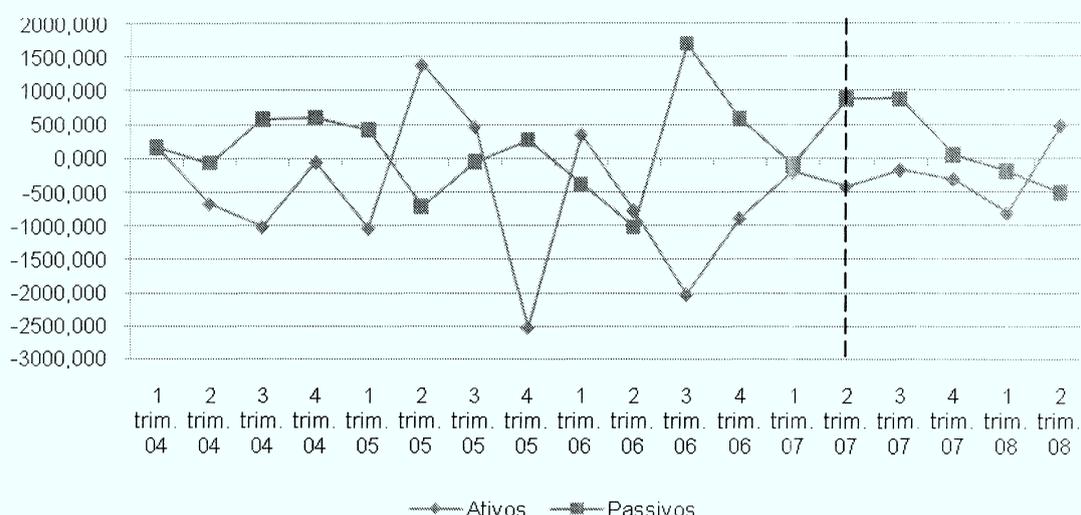


Fonte: IFS. Elaboração própria.

No momento, a única conclusão completa é de que houve alguma melhora no saldo dos investimentos de portfólio a partir do segundo trimestre de 2007. Mesmo que seja observada uma queda no último trimestre de 2007, dentro dos cinco anos analisados foi a primeira vez que os investimentos de portfólio

tiveram fôlego o bastante para aumentarem dois trimestres seguidos – no segundo e terceiro trimestres de 2005, houve aumento consecutivo, mas de menor magnitude no terceiro trimestre. Agora, serão apontados os ativos e passivos dessa conta colombiana. Os dados são mostrados no gráfico 16, logo a seguir.

**Gráfico 16 – Investimentos de Portfólio, por ativos e passivos, em milhões de US\$. Colômbia. Mensuração trimestral.**

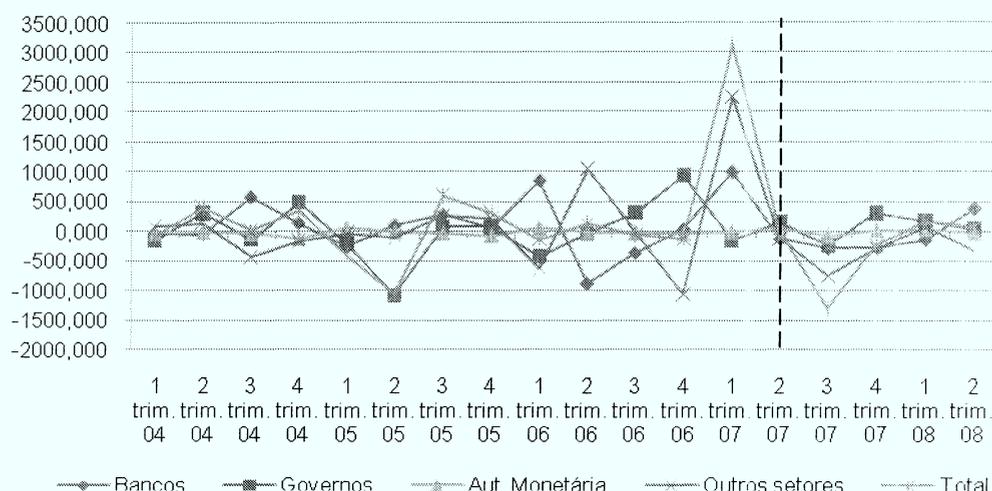


Fonte: IFS. Elaboração própria.

Aqui se observa que os ativos e passivos seguem, no geral, trajetórias opostas. Entretanto, a partir do segundo trimestre de 2007, ambos seguiram no mesmo sentido, isto é, num primeiro momento tiveram suave aumento (terceiro trimestre de 2007), e logo após declinaram conjuntamente (quarto trimestre de 2007). Tal movimento só tinha ocorrido, até então, no primeiro trimestre de 2005 e no segundo trimestre de 2006. A variação observada em 2007 significa dizer que tanto residentes estão deixando de aplicar no exterior, quanto não-residentes estão deixando de aplicar na Colômbia. O que nos parece a causa mais provável dessa realidade é que, conforme visto na análise anterior do câmbio colombiano, não houve uma trajetória constante de depreciação cambial, ou seja, os residentes perdem com a manutenção de suas posições em pesos, e os não-residentes parecem não ter confiado numa melhora das condições de aplicabilidade de seus capitais. Essa questão será aprofundada no item final deste capítulo.

Finalizando a análise dos investimentos de portfólio colombianos, percebe-se que os controles de capitais relacionaram-se a um movimento mais amplo semelhante ao do câmbio, isto é, a ocorrência de um efeito “positivo” de curtíssima duração – em torno de dois trimestres. Contudo, ainda é necessário analisar os outros investimentos da Colômbia. Assim, constrói-se o gráfico 17, que demonstra os fluxos das diversas divisões de outros investimentos, junto ao fluxo total desses capitais. Mais uma vez, os fluxos do gráfico correspondem à subtração dos passivos dos ativos.

**Gráfico 17 – Outros investimentos por setor, em milhões de US\$. Colômbia.  
Mensuração trimestral.**



Fonte: IFS. Elaboração própria.

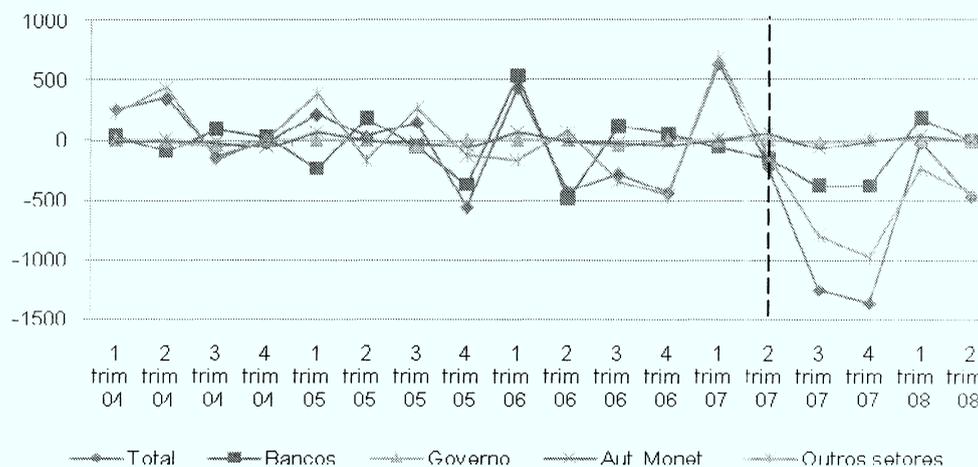
À primeira vista, o gráfico acima apenas mostra que o primeiro trimestre de 2007 foi marcado por um pico de outros investimentos não observado em qualquer momento anterior, dentro desse período de cinco anos. Até por isso, será necessária a divisão dessa análise entre ativos e passivos. Assim, espera-se a identificação do real movimento ocorrido no período.

É evidente que a aplicação dos controles ocorreu num momento em os ativos despencarem a níveis não observados em qualquer dos trimestres analisados acima. São relevantes os outros investimentos de bancos e, principalmente, de outros setores. Aliás, foram estes os grandes vilões da queda: de uma posição

positiva de US\$ 630 milhões no primeiro trimestre de 2007, chegaram a US\$ 1,36 bilhões negativos no quarto trimestre do mesmo ano. Em outras palavras, os empréstimos e financiamentos concedidos pela Colômbia ao exterior reduziram drasticamente. Houve uma forte recuperação no primeiro trimestre de 2008, mas começou a apresentar novo declínio no trimestre seguinte.

Como dito acima, a análise dos ativos deve vir acompanhada, necessariamente, de análise semelhante dos passivos dos outros investimentos.

**Gráfico 18 – Ativos de outros investimentos, por setor, em milhões de US\$. Colômbia. Mensuração trimestral.**

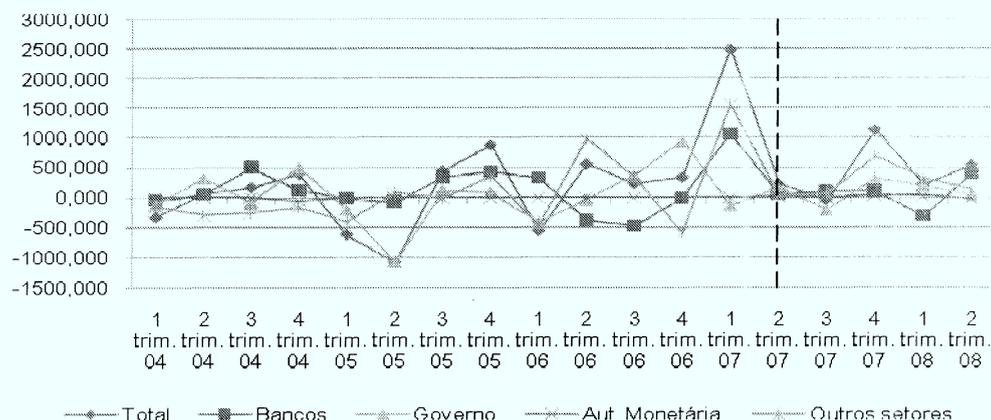


Fonte: IFS. Elaboração própria.

Da análise do gráfico 19, a seguir, depreende-se que os passivos têm variação muito menor que os ativos. Mais importante que isso, devido a essa menor variação, desponta o aumento intenso ocorrido no primeiro trimestre de 2007.

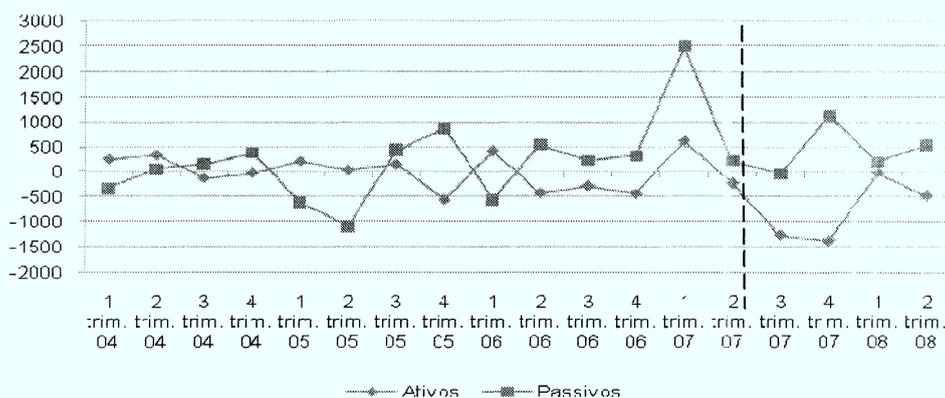
Logo após esse elevado aumento (da ordem de US\$ 2,5 bilhões), houve uma abrupta diminuição desses passivos, que chegaram a US\$ 225 milhões no segundo trimestre de 2007, exatamente quando foram aplicados os controles de capitais. A variação em referência indica que os controles podem não ter sido bem recebidos pelos não-residentes, que optaram por não emprestar divisas ao país mediante o anúncio de limitações à movimentação do capital aplicado. Essa condição não perseverou apenas no quarto trimestre de 2007.

**Gráfico 19 – Passivos de outros investimentos, por setor, em milhões de US\$.**  
**Colômbia. Mensuração trimestral.**



Fonte: IFS. Elaboração própria.

**Gráfico 20 – Ativos e passivos totais de outros investimentos, em milhões de US\$.**  
**Colômbia. Mensuração trimestral.**



Fonte: IFS. Elaboração própria.

À guisa de conclusão, vê-se que na experiência colombiana, os controles coincidem temporalmente com um movimento de ativos e passivos sempre contrários, isto é, num momento, aumentam os financiamentos e empréstimos concedidos pela Colômbia aos não-residentes, ao mesmo tempo em que os financiamentos e empréstimos obtidos por residentes fora do país diminuem, e no momento seguinte, acontece situação inversa. Vide assim o gráfico 20, a seguir.

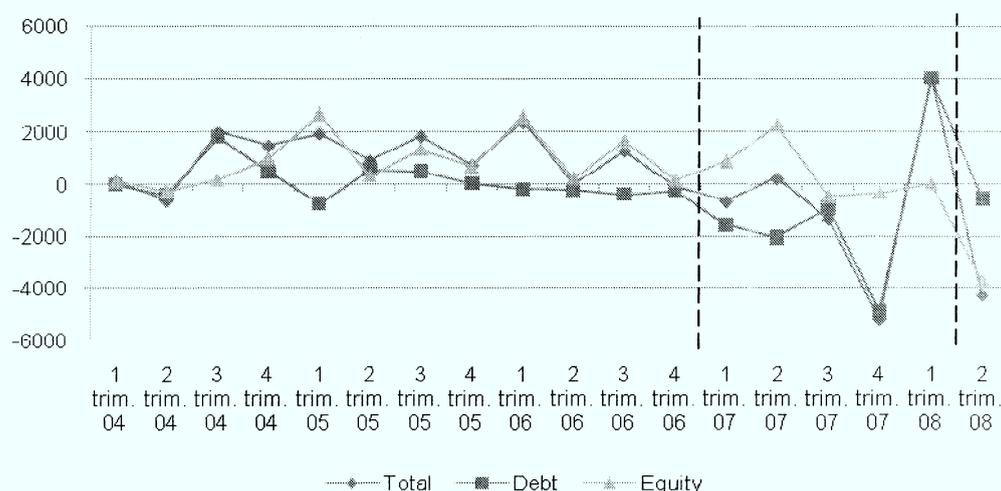
### 2.2.3.3 – Tailândia

Por fim, a seguir, é analisada a situação da Tailândia após a aplicação dos controles. No caso específico desse país, será possível adotarmos duas barras verticais: uma indicando o momento da aplicação dos controles, como feito com os outros dois países, e outra barra indicando abandono dos controles. Vale lembrar que, na Tailândia, os controles foram adotados em dezembro de 2006 e abandonado em março de 2008.

Mais uma vez, o primeiro passo da análise será a visualização da variação dos investimentos de portfólio. O período de coleta de dados permanece de janeiro de 2004 até junho de 2008. Os dados estão inseridos no gráfico 21, a seguir. Os fluxos representados são líquidos, isto é, englobam ativos e passivos, devidamente somados.

Por meio desse gráfico, torna-se evidente que o intervalo de tempo entre a aplicação e a abolição dos controles coincide com uma significativa mudança nos fluxos de investimento de portfólio. Para tal, veja-se que a maior variação entre trimestres antes de dezembro de 2006 foi de US\$ 2,8 bilhões, entre o primeiro e o segundo trimestres de 2006, além do que se observa um fluxo máximo de US\$ 2,4 bilhões positivos (primeiro trimestre de 2006) e um mínimo de US\$ 595 milhões negativos (segundo trimestre de 2004). Entretanto, após aplicação dos controles, observa-se um fluxo máximo de US\$ 251 milhões positivos (segundo trimestre de 2007) e um mínimo de US\$ 5,2 bilhões negativos (quarto trimestre de 2007). O primeiro trimestre de 2008 não foi incluso aqui devido ao abandono dos controles ter ocorrido durante sua vigência (março de 2008); inclusive, esse trimestre merecerá atenção especial mais à frente. Vê-se também uma queda contundente nos *debt securities*, que até a aplicação dos controles permaneciam razoavelmente estáveis. Também se observa que, pela primeira vez em todo o período analisado, uma queda no *equity securities* não foi acompanhada por uma subsequente elevação (a partir do terceiro trimestre de 2007).

**Gráfico 21 – Investimentos de Portfólio totais, em milhões de US\$.**  
**Tailândia. Mensuração trimestral.**



Fonte: IFS. Elaboração própria.

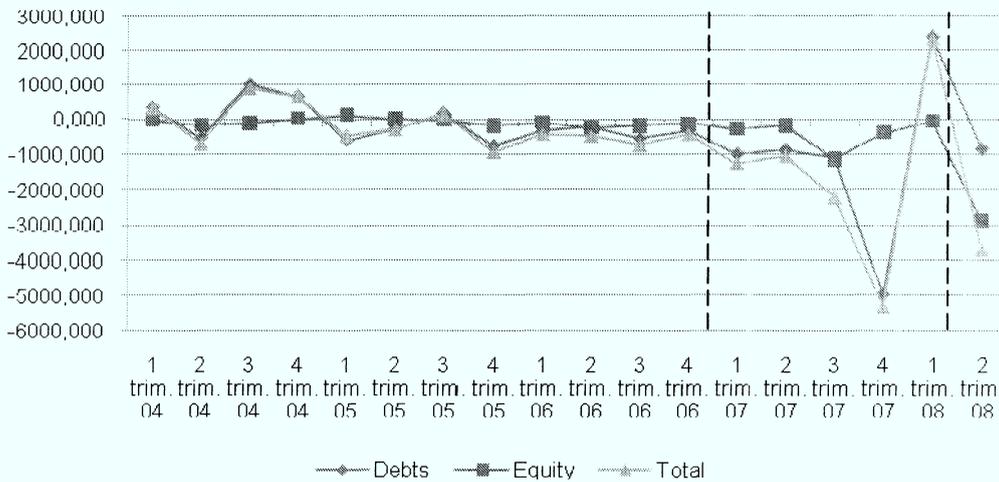
Haja vista as importantes variações observadas não só nos fluxos totais, mas também nos fluxos individuais de *debt* e *equity*, serão mostrados os dois gráficos distintos de ativos e passivos dos investimentos de portfólio tailandeses, discriminados segundo seus tipos (gráficos 22 e 23, a seguir).

Assim, vê-se que a aplicação dos controles colide com dois movimentos principais dentro dessa conta: a queda acentuada dos ativos de *debt securitites*, isto é, a redução das compras de títulos de dívida pública externa pelos residentes, e uma também queda nos passivos de *debt securities*. Esses movimentos deverão ser tratados conjuntamente à variação do câmbio e dos juros tailandeses, o que será feito no item conclusivo deste capítulo. Entretanto, caberão algumas conclusões preliminares, como se segue.

Vê-se que, em traços gerais, houve um movimento de intensa redução dos fluxos de investimento de portfólio, tanto pelo lado dos ativos como dos passivos. O fato mais interessante, contudo, foi que esse movimento foi totalmente revertido exatamente no trimestre em que foram abolidos os controles. Não só houve reversão, como o total observado fora o maior observado de todo o período entre janeiro de 2004 e junho de 2008. A principal contribuição ao aumento observado nesse período foi prestada tanto pelo aumento de ativos quanto de

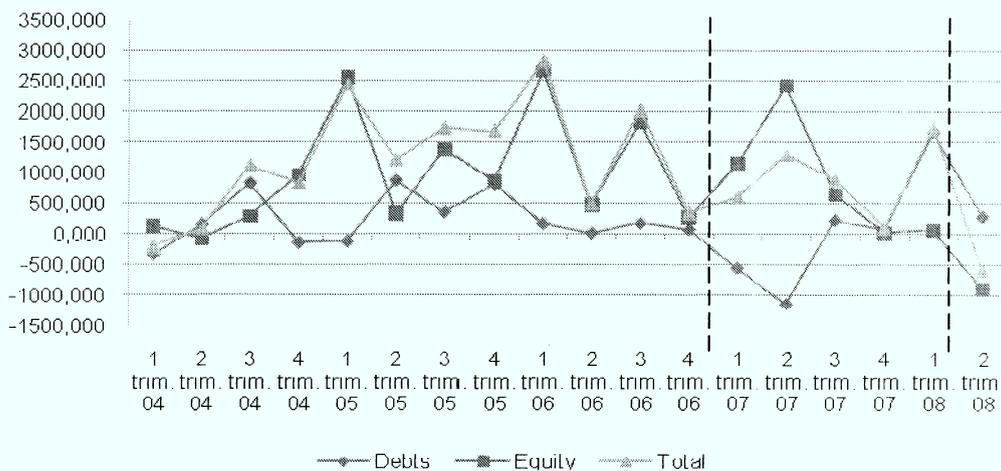
passivos de *debt securitites* – exatamente aqueles que sofreram redução com os controles - ou seja, ao que tudo indica, a abolição dos controles pode ter sido parte de uma nova injeção de ânimo nos investidores internos e externos, que correram para aquisição de títulos de dívida tailandeses ou estrangeiros.

**Gráfico 22 – Investimentos de Portfólio, por ativos, em milhões de US\$.**  
**Tailândia. Mensuração trimestral.**



Fonte: IFS. Elaboração própria.

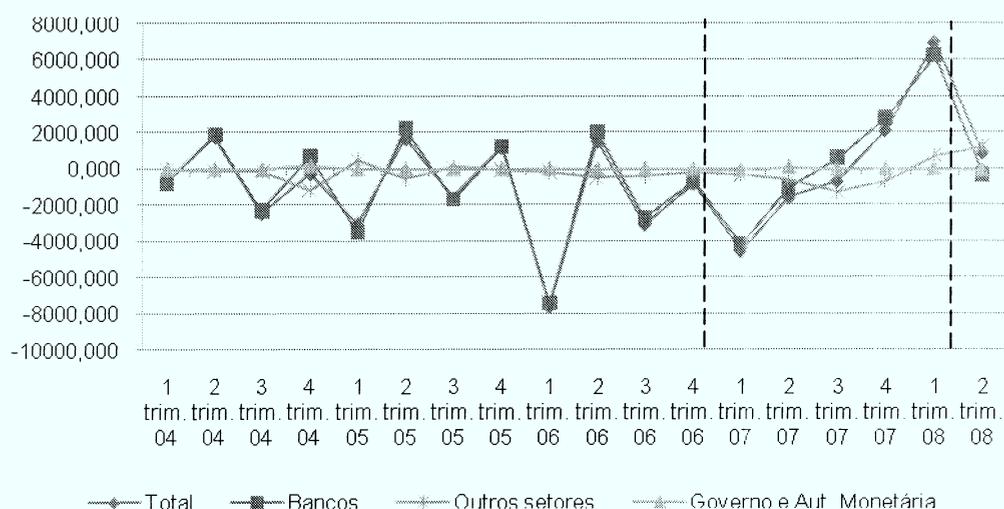
**Gráfico 23 – Investimentos de Portfólio, por passivos, em milhões de US\$.**  
**Tailândia. Mensuração trimestral.**



Fonte: IFS. Elaboração própria.

**Gráfico 24 – Outros investimentos, por ativos e por setor, em milhões de US\$.**

**Tailândia. Mensuração trimestral.**

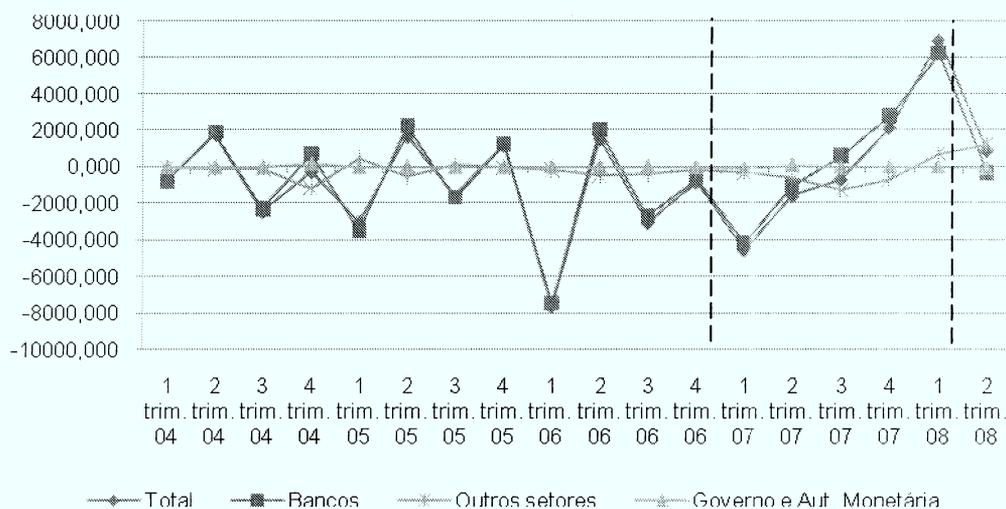


Fonte: IFS. Elaboração própria.

O gráfico 24 aponta claramente que os instáveis outros investimentos tailandeses, quase que totalmente definidos pelos outros investimentos dos bancos (diferente do observado na Argentina e na Colômbia), experimentaram de forma inédita, com a adoção de controles, um aumento prolongado. Anteriormente, o máximo que esses fluxos atingiram foram US\$ 1,78 bilhões no segundo trimestre de 2004. Esse número subiu para US\$ 7 bilhões no primeiro trimestre de 2008. A seguir, esses fluxos são subdivididos segundo seus ativos e passivos.

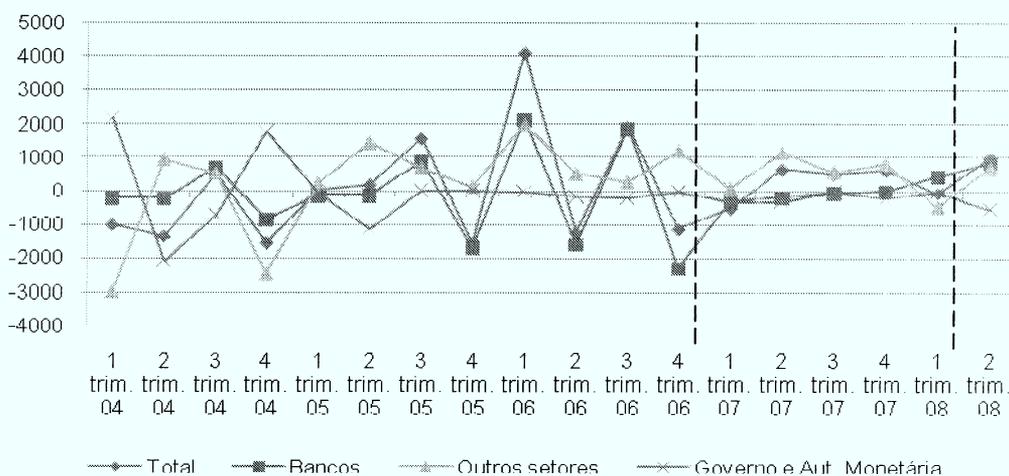
Os dados do gráfico 25, acima, indicam que a quase totalidade dos outros investimentos, dentro do período de funcionamento dos controles, foi computada conforme os ativos de outros investimentos. Assim, forçoso dizer, o aumento continuado dos ativos dentre dezembro de 2006 e março de 2008 mostra que a aplicação dos controles favoreceu o crescimento dos empréstimos concedidos pelos tailandeses ao exterior. Resta ainda a análise do comportamento dos passivos dos outros investimentos tailandeses, isto é, a análise de como se comportaram os emprestadores estrangeiros frente à aplicação sobre o controle de capitais. Vide gráfico 26, a seguir.

**Gráfico 25 – Ativos de outros investimentos, por setor, em milhões de US\$.**  
**Tailândia. Mensuração trimestral.**



Fonte: IFS. Elaboração própria.

**Gráfico 26 – Passivos de outros investimentos, por setor, em milhões de US\$.**  
**Tailândia. Mensuração trimestral.**

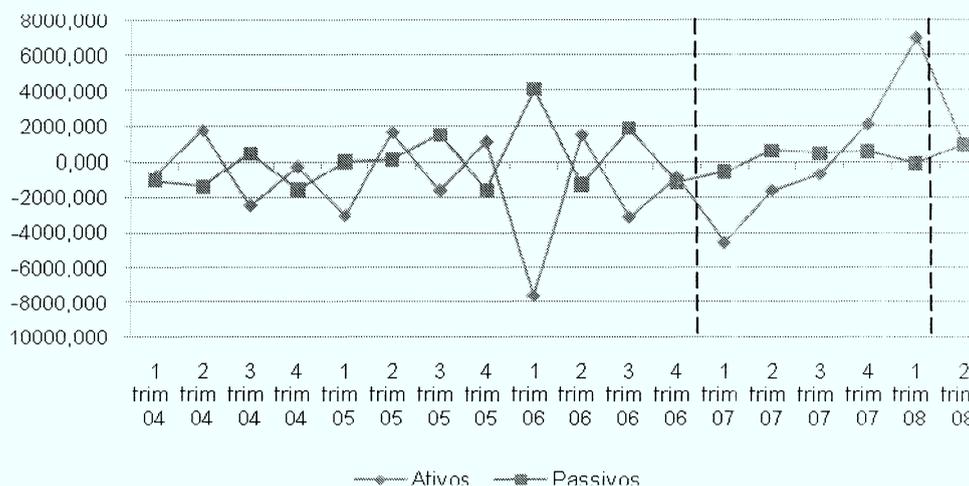


Fonte: IFS. Elaboração própria.

Claramente houve uma estabilização dos passivos de outros investimentos, no mesmo período que perduraram os controles. Ficou claro que, por mais que essa mudança tenha raízes em questões mais profundas que os próprios controles, os agentes internacionais passaram a emprestar divisas à Tailândia de

maneira mais regular e controlada, ainda que não se tenha apresentado nenhum grande pico - não se mostram mais aumentos agudos seguidos de diminuições não menos bruscas, como observado principalmente no ano de 2006.

**Gráfico 27 – Ativos e passivos totais de outros investimentos, em milhões de US\$. Tailândia. Mensuração trimestral.**



Concluindo este tópico, a experiência dos controles na Tailândia coincidiu com um novo momento para os outros investimentos: o país passou a emprestar mais aos não-residentes, ao mesmo tempo que obteve fluxos de empréstimo externo de maneira mais constante e previsível (isto é, sem os picos e vales anteriormente observados). Tão logo os controles foram abolidos, em março de 2008, já se observa no trimestre posterior que os outros investimentos, apoiados essencialmente no movimento de seus ativos, já caíram a níveis próximos aos anteriores à aplicação. Ou seja, houve uma melhora significativa das condições de endividamento tailandês no período entre o primeiro trimestre de 2007 e o primeiro trimestre de 2008. Nesse ínterim, destaca-se a preponderância dos bancos enquanto agentes nacionais que respondem pelas variações dos ativos e passivos da conta em questão. A fim de ilustrar essas considerações, foi apresentado o gráfico 27, acima.

### 2.3 – Sucessos e fracassos observados na adoção dos controles de capitais pelos países estudados

Colocadas então as discussões sobre câmbio, juros e a conta financeira dos três países em questão, cumpre agora efetuar uma interligação entre todas essas peças e averiguar quais as principais semelhanças entre as experiências desses países, qual o movimento internacional que os incentiva (ou mesmo define) e de que maneira as medidas adotadas puderam atingir ou prejudicar ainda mais as tentativas de políticas desses países; enfim, veremos quais as principais lições que restam da experiência prática dessas nações. Como já foi dito anteriormente, a intenção deste trabalho não é esgotar toda a análise sobre os controles ou medir todas as conseqüências resultantes sobre o mercado financeiro de cada país; este trabalho pretende sim fazer uma exploração das medições macroeconômicas citadas e, dessa maneira, apontar os resultados das experiências de controles nesses países e contribuir assim com futuras discussões acerca do assunto.

Sendo assim, cada país será analisado separadamente e, após feitas todas as considerações sobre cada um, tentar-se-á compará-los. Inicialmente, o que merece ser dito do caso Argentino é que o país conquistou seu objetivo de depreciação cambial, conforme os resultados mostrados no item 2.2.1. A posição temporal da adoção dos controles no câmbio argentino é crucial: ela coincide com o momento em que o câmbio inicia seu movimento de depreciação continuado.

As variações dos juros, por sua vez, não mostraram relação direta com o uso dos controles (item 2.2.2), apesar de terem aumentado sensivelmente sem que o câmbio apreciasse – isto é, os controles podem ter auxiliado num aumento da autonomia de gestão macro. Os juros também são importantes variáveis para entender o ocorrido com os investimentos de portfólio argentinos. Conforme foi visto no item 2.2.3.1, os investimentos de portfólio, apoiados sobre os seus passivos, apresentaram intenso aumento exatamente após a aplicação dos controles (isto é, houve grande aumento na aquisição de títulos emitidos pela Argentina). Além dos controles de capitais não terem afetado a credibilidade argentina, não há como discutir que outro claro atrativo a esse fluxo foi o diferencial de juros, já que esse diferencial permanece desde a adoção dos controles de capitais. O próprio

movimento do câmbio também colabora com a aquisição desses títulos, uma vez que os títulos argentinos tornaram-se mais “baratos” em dólar. Recentemente, esse movimento parece ter sofrido algum esgotamento, uma vez que não são observados vultuosos aumentos nos passivos de *debt securities* entre o terceiro trimestre de 2007 e o segundo trimestre de 2008. Há que se lembrar que também não há qualquer intenção do país emitir títulos indefinidamente e não ter condições de honrar os pagamentos *a posteriori*. Em algum momento, esse aumento tinha, de fato, que ceder.

Quanto aos outros investimentos, foi visto que a aplicação dos controles situou-se num novo perfil do endividamento argentino. Os empréstimos externos (os passivos) aumentaram consideravelmente, enquanto os empréstimos argentinos ao exterior (ativos) diminuíram. Apesar do endividamento crescente, é interessante observar que houve uma mudança qualitativa nesse endividamento exatamente no período entre o segundo trimestre de 2007 e o segundo de 2008 – o mesmo período em que caíram os passivos de *debt securities*. Isso indica que o endividamento argentino tem se composto crescentemente por empréstimos menos voláteis e com inversão mais provável dentro da economia real, isto é, uma melhora no perfil da dívida. Também é conveniente salientar que a depreciação do câmbio também estimulou a tomada de empréstimos em dólar por parte dos agentes argentinos.

Quanto à Colômbia, analisando inicialmente seus resultados cambiais, vê-se no item 2.2.1 que a Colômbia teve um curto sucesso na contenção e reversão da apreciação cambial. Esse curto sucesso ocorreu pouco tempo após a aplicação dos controles. Observa-se que isso ocorreu inclusive com os investimentos de portfólio. Ainda foi observado um minúsculo aumento desse fluxo no terceiro trimestre de 2007. A partir daí, só houve quedas.

Quanto aos outros investimentos da Colômbia, foi visto que o montante de seus fluxos não apresentou variação superior a US\$ 1 bilhão (para mais ou para menos) até o último trimestre de 2006. No primeiro trimestre de 2007 (semestre anterior à aplicação dos controles), esses fluxos apresentaram um surpreendente aumento, da ordem de US\$ 2,5 bilhões. Ainda sim, esse aumento não foi mantido no

tempo; pelo contrário, houve uma queda abrupta no segundo trimestre de 2007, que somente foi parcialmente compensada por um aumento no quarto trimestre de 2007.

Assim, o que merece ser dito sobre a Colômbia é que os controles não foram instrumentos suficientemente capazes de contornar as limitações macroeconômicas do país. Sobre o câmbio, o efeito pode ser considerado praticamente nulo. Quanto aos investimentos de portfólio e aos outros investimentos, os controles tiveram um único efeito de reduzir o endividamento colombiano (os passivos dessas contas); entretanto, o país também não modificou o movimento anterior à aplicação dos controles, a saber, continuou incapacitado de utilizar divisas internacionais para proveito próprio. Tanto os investidores externos não se interessam por aplicar no país, quanto os investidores colombianos também não mostram qualquer propensão a endividar-se no mercado externo. Para essa última consideração ficar mais clara, lembre-se que a apreciação do câmbio inibe os investidores colombianos e, ao passo que deveria estimular os investidores externos, assim não o faz devido ao movimento prolongado de apreciação, sem contar que o país também não apresentou qualquer diferencial de juros que estimulasse a atuação dos não-residentes.

Por fim, tem-se a aplicação dos controles na Tailândia. O primeiro alerta é que, dentre os três países analisados, sem dúvida aquele que possui o mercado financeiro mais desenvolvido e integrado às finanças globais é o mercado tailandês. Isso tem duas implicações principais: o país tanto goza os benefícios de uma maior disponibilidade de capitais internacionais, quanto sofre os prejuízos de ações muito mais velozes e preventivas por parte dos agentes internacionais - há mais mecanismos de "escape" disponíveis no mercado tailandês.

Passando à análise das conclusões obtidas, foi visto que o câmbio tailandês não teve a variação esperada, isto é, não depreciou – pelo contrário, apreciou. O movimento de apreciação cambial se intensificou, e somente parou e reverteu em direção à depreciação no momento em que os controles foram abolidos – nunca se esquecendo da existência de um mercado *off-shore* que possibilita a especulação contra o baht. Os juros, como também visto, não tiveram movimento aparente que se relacionasse diretamente à aplicação dos controles.

A despeito do relativo “fracasso” quanto à intenção de depreciação cambial, a conta financeira tailandesa também sofreu claras modificações. Primeiramente, é necessário destacar que ficaram inibidos os fluxos de investimento de portfólio, tanto dos residentes que adquiriam títulos do exterior quanto dos não-residentes que adquiriam títulos tailandeses. Tanto é assim que no primeiro trimestre de 2008, foram elevados os fluxos de *debt securities* até níveis não vistos em qualquer outro momento dentro do período analisado por este trabalho.

Entretanto, aqui também é necessário pensar num movimento conjunto dos investimentos de portfólio e dos outros investimentos: reduziram-se os fluxos dos primeiros, como visto; mas por outro lado, dentro dos outros investimentos, observou-se um considerável aumento dos ativos – empréstimos da Tailândia concedidos ao exterior – ao mesmo tempo que se tornaram constantes e estáveis os fluxos positivos de passivos, em pequeno montante – melhor dizendo, os agentes internacionais adotaram uma postura mais cautelosa, mas não se sentiram impedidos em emprestar à Tailândia devido à adoção dos controles. Esse movimento conjunto só pode mostrar que o endividamento do país ganhou um perfil muito mais solúvel. Inclusive, é de se pensar que os fluxos tornaram-se mais adequados a projetos de inversão do que ao mero jogo especulativo do mercado financeiro internacional.

Finalizando este item, cumpre observar que as três experiências estudadas demarcam as diferentes conseqüências decorrentes da adoção dos controles. Há resultados tanto positivos quanto negativos quando da adoção dos controles. Só será possível avaliar até que ponto eles são desejáveis quando for definido o projeto econômico de cada país. Assim, se adotado um projeto como o que ficou definido ao fim do capítulo 1, isto é, um projeto de país em que persevere a preocupação de disciplinar os fluxos de capitais, ganhar liberdade de gestão macroeconômica e incentivar a inversão dos influxos provenientes do mercado financeiro, sem dúvida a aplicação dos controles resta desejável – e aqui o caso tailandês torna-se o melhor exemplo de como os fluxos de capitais podem ter seu perfil especulativo transformado em produtivo.

Também se deve observar que foram diversos os momentos em que foram aplicados os controles em cada país. Ou seja, a Argentina, que antecipadamente adotou os controles, teve sucesso em suas aspirações (ainda que outras tantas variáveis atuem sobre o câmbio), apesar de ter incorrido num aumento continuado de seus passivos (um aumento lento sem nenhum tipo de pico de endividamento que possa ser considerado preocupante). Diferente foi a Colômbia, que tentou aplicar os controles como medida emergencial num momento de prolongada depreciação cambial, e daí, já com os investidores internacionais revestidos de desconfiança e incerteza quanto aos rumos do país, não teve qualquer sucesso com a adoção dos controles. Por fim, a Tailândia adotou os controles dentro de um desenvolvido e complexo mercado financeiro, e apesar de não conseguirem cumprir seu objetivo primordial – a depreciação cambial -, sem dúvida os controles contribuíram para uma reformulação do perfil da conta financeira que pode ser apontado como benéfica dentro de um projeto de crescimento de longo prazo.

## Conclusão

Este trabalho insere-se num debate geral sobre os benefícios e prejuízos decorrentes da liberalização financeira. Mais especificamente, espera-se que ele possa contribuir, junto a futuros trabalhos, para reativar a discussão dos controles de capitais e, dessa maneira, que todos os aspectos relacionados, que não foram aqui tratados diretamente, possam ser explorados em futuros estudos e as especificidades de cada país sejam mais detalhadas. O assunto dos controles não deve ser esquecido dentro das discussões acadêmicas; são esses controles mecanismos de efeitos ainda não totalmente conhecidos que merecem exaustivos estudos sobre suas condições de aplicação e seus efeitos e adaptações à realidade cada país.

É importante reforçar o que foi dito ao longo de todo este estudo, a saber, as condições favoráveis do mercado internacional não podem encobrir a leitura precisa da realidade econômica dos países emergentes e de seu relacionamento com os países centrais. Relembrando, os países emergentes estão inseridos no contexto financeiro mundial de maneira submissa, ou, se não submissa, de alguma forma dependente dos rumos tomados pelos países centrais. Essa situação implica uma rediscussão dos termos em que foi postada a discussão sobre os benefícios da globalização financeira descontrolada e totalmente abrangente. O termo a ser utilizado agora é “cautela”.

Não se deve esquecer que o ciclo de liquidez abundante, que permeou todo o transcorrer deste trabalho, já mostra sua exaustão com a recente crise americana e seus efeitos quase todos diretos sobre a economia dos países ao redor do globo. A própria discussão sobre controles realizada durante todo o texto visa apontar a necessidade de aplicação desses mecanismos dentro de um conjunto completo de medidas macroeconômicas, as quais procurem melhorar as condições de autonomia e crescimento dos países emergentes. Essa discussão, neste momento, encontra-se dentro de um intervalo entre o fim de um ciclo e do início de outro, que se espera surgir dentro de algum tempo. Ou seja, este trabalho cumpre na verdade seu papel essencialmente como relator das experiências ocorridas com

os países anteriormente estudados, mas não pretende fazer qualquer previsão sobre o futuro; aliás, foram relatos de países que tentaram adotar controles sobre os fluxos de capitais quando o ciclo de liquidez ainda exibia seus sinais de vigor. Futuramente, caberão novas análises sobre os controles quando já estiverem medidos os efeitos da crise mundial atual, sendo assim possível identificar, em direção ao passado, como a aplicação ou não dos controles poderia ter colocado um ou outro país em situação mais ou menos confortável na vigência da crise que agora se inicia.

Essa situação vai ao encontro de uma observação muito pertinente de Akyüz (2008), já relatada no início deste trabalho. A discussão e a tomada de decisões de limitações à liberalização financeira deveriam ser realizadas ainda na vigência do ciclo de abundante liquidez; porém, mais uma vez, essa condição não foi observada, bastando para tal retomar que os controles foram abolidos na Colômbia e na Tailândia. Daí que as futuras discussões sobre o tema da crise passarão necessariamente pelo relato dos países que tentaram e mantiveram-se ou não numa postura de adotar mecanismos de contenção aos riscos trazidos pelos incertos fluxos financeiros atuais e suas reversões, conforme muito discutido no capítulo 1.

As discussões sobre controles de capitais são bastante controversas, como se pode ver no capítulo 1. Dessa forma, é de se esperar que, com o advento da crise, alguns tópicos dessa discussão sejam novamente abordados em âmbito internacional, e surjam inclusive novas maneiras de se encarar o tema. Até então, a adoção de controles parece ser analisada sempre com certo preconceito, não se considerando que os efeitos das sucessivas crises sobre as economias dos países emergentes, em especial, são quase sempre irreparáveis. O tempo de recuperação desses países está condicionado, na realidade, ao tempo de recuperação das economias centrais e, mais que isso, condicionado à opção de recuperação adotada por esses últimos países, lembrando que muitas vezes as opções adotadas privilegiam única e exclusivamente os rumos individuais dos países centrais.

A preocupação com os rumos dos países emergentes foi crucial para este trabalho, tanto que a opção pela escolha dos países a serem estudados recaiu sobre três países que figuram entre os considerados “emergentes”: Argentina, Colômbia e

Tailândia. O estudo privilegiou a averiguação dos efeitos macroeconômicos induzidos pelo uso dos controles como forma mais direta de atingir o objetivo previsto no início do trabalho: os controles são mecanismos de gestão econômica e, exatamente por esse motivo, o momento e a forma como são aplicados definem a sua eficácia. Mais do que isso, as três experiências relatadas têm cada qual suas especificidades, o que possibilitou, dessa maneira, a comparação dos efeitos diversos produzidos pelos controles sob contextos diferenciados. Assim, é possível visualizar qual a maneira mais correta de aplicação dos controles e até que ponto eles devem ser aprofundados. Esses detalhes podem ser melhor visualizados com a análise do capítulo 2 e suas conclusões.

Por fim, deve ser retomado o motivo que levou à formação deste estudo: os controles devem ser novamente inseridos no âmbito de discussões sobre economia internacional. Isso se torna ainda mais importante com a chegada de mais um contexto mundial de crise econômica, em que os antigos problemas de incompatibilidade entre os projetos econômicos dos países centrais e emergentes podem vir novamente à tona.

## REFERÊNCIAS

AKYÜZ, Y. Managing Financial Stability in Emerging Markets: a Keynesian Perspective. International Development Economic Associates, 2008. Disponível em [http://www.networkideas.org/featart/feb2008/fa29\\_Markets.htm](http://www.networkideas.org/featart/feb2008/fa29_Markets.htm).

BASTOS, Pedro Paulo Z.; BIANCARELI, André M.; DEOS, Simone de. Controle de Capitais e reformas liberais: uma comparação internacional. In: Revista Economia e Sociedade. Instituto de Economia da Unicamp, vol. 15, no. 3, 2006. Páginas 545-576.

BIANCARELI, André M. Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira. Tese de Doutorado, Instituto de Economia da Unicamp, Universidade Estadual de Campinas. 250 páginas. 2007.

CARVALHO, Bernardo S. de M.; GARCIA, Márcio G. P. Ineffective controls on capital inflows under sophisticated financial markets: Brazil in the nineties. NBER Working Paper n. 12283, 2006.

CARVALHO, Fernando C. Controles de capitais: uma agenda de pesquisa. In: Sicsú, J. & Ferrari Filho, F. (Orgs.) Câmbio e Controles de Capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos. Elsevier, 2006.

CARVALHO, Fernando C.; SICSÚ, João Controvérsias Recentes sobre controle de capitais. In: Sicsú, J. & Ferrari Filho, F. (Orgs.) Câmbio e Controles de Capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos. Elsevier, 2006.

COHEN, B. The Geography of money. Ithaca: Cornell University Press, 1998.

DORNBUSCH, Rudiger. Capital Controls: an Idea whose time is past. In: Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility? Essays in International Finance. Princeton, n. 207, 80 páginas, 1998. Páginas 20-27.

EDWARDS, Sebastian. How effective are capital controls? NBER Working Paper n. 7413, 1999.

EDWARDS, Sebastian. Capital Controls, sudden stops and current account reversals. NBER Working paper n. 11170, 2005.

EPSTEIN, Gerald; GRABEL, Ilene; JOMO, K. S.. Capital Management techniques in developing countries: an assessment of experiences from the 1990's and lesson for the future. Working Paper n. 56. Political Economy Research Institute. University of Massachusetts Amherst. 2003.

FISCHER, Stanley. Capital account liberalization and the role of the IMF. In: Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility? Essays in International Finance. Princeton, n. 207, 80 páginas, 1998. Páginas 1-10.

FORBES, Kristin J. Capital controls: mud in the wheels of market discipline. NBER Working Paper n. 10284, 2004.

GOLDFAJN, Ilan; MINELLA, André Capital flows and controls in Brazil: what have we learned? NBER Working Paper n. 11640, 2005.

FMI. International Financial Statistics. Disponível em <http://www.imfstatistics.org/imf/>.

MAGUD, Nicolas; REINHART, Carmen M. Capital Controls: an evaluation. NBER Working Paper n. 11973, 2006.

NEELY, C. An introduction to capital controls. St. Louis Federal Reserve Bank Review, 81 (6). 1999. Páginas 13-30.

OANDA. Disponível em <http://www.oanda.com/>.

OBSTFELD, Maurice, TAYLOR, A. M. Global capital markets: integration, crisis, and growth. Cambridge. Cambridge University Press. 2004.

OREIRO, José L. Autonomia, fragilidade e equilíbrio: a teoria dos controles de capitais. In: Sicsú, J. & Ferrari Filho, F. (Orgs.) Câmbio e Controles de Capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos. Elsevier, 2006.

PAULA, Luís F.; OREIRO, José L.; SILVA, G. J. C. Fluxos e Controle de capitais no Brasil: avaliação e proposta de política. In: Agenda Brasil, 2003. Páginas 65-115.

RODRIK, Dani. The social cost of foreign exchange reserves. NBER Working Paper n. 11952, 2006.

RODRIK, Dani. Who needs capital-account convertibility? In: Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility? Essays in International Finance. Princeton, n. 207, 1998. Páginas 55-65.

STIGLITZ, Joseph. E. Capital market liberalization, economic growth, and instability. World Development, Vol. 28, N° 6, pg. 1075-1086, 2000