



ISSN 2238-118X

CADERNOS CEPEC

V. 5 N.02 Fevereiro de 2016

Análise da Regulação da Conta de Capital

Luccas Assis Attílio

Centro de Pesquisas Econômicas da Amazônia



CADERNOS CEPEC

Publicação do Programa de Pós-graduação em Economia da Universidade Federal do Pará.

Periodicidade Mensal – Volume 5 – Nº01 – Janeiro de 2016

Reitor: Carlos Edilson de Oliveira Maneschy

Vice Reitor: Horácio Shneider

Pró-Reitor de Pesquisa e Pós Graduação: Emmanuel Zagury Tourinho

Instituto de Ciências Sociais Aplicadas

Diretor: Carlos Alberto Batista Maciel

Vice Diretor: Manoel Raimundo Santana Farias

Coordenador do Mestrado em Economia: Ricardo Bruno Nascimento

Editores

José Raimundo Barreto Trindade - Principal

Sérgio Luis Rivero

Conselho Editorial Provisório

Armando Souza

Marcelo Diniz

Ricardo Bruno

Francisco Costa

José Trindade

Danilo Fernandes

Gilberto Marques

Sérgio Rivero

Gisalda Filgueiras

Márcia Jucá Diniz

Comentários e Submissão de artigos devem ser encaminhados ao

Centro de Pesquisas Econômicas da Amazônia, através do e-mail: jrtrindade@uol.com.br

Página na Internet: <http://www.ppgeconomia.ufpa.br/>

Cadernos CEPEC
Missão e Política Editorial

Os Cadernos CEPEC constituem periódico mensal vinculado ao Programa de Pós-graduação em Economia do Instituto de Ciências Sociais Aplicadas (ICSA) da Universidade Federal do Pará (UFPA). Sua missão precípua constitui no estabelecimento de um canal de debate e divulgação de pesquisas originais na grande área das Ciências Sociais Aplicadas, apoiada tanto nos Grupos de Pesquisa estabelecidos no PPGE, quanto em pesquisadores vinculados a organismos nacionais e internacionais. A missão dos Cadernos CEPEC se articula com a solidificação e desenvolvimento do Programa de Pós-graduação em Economia (PPGE), estabelecido no ICSA.

A linha editorial dos Cadernos CEPEC recebe textos de diferentes matizes teóricas das ciências econômicas e sociais, que busquem tratar, preferencialmente, das inter-relações entre as sociedades e economias amazônicas com a brasileira e mundial, seja se utilizando de instrumentais históricos, sociológicos, estatísticos ou econométricos. A linha editorial privilegia artigos que tratem de Desenvolvimento social, econômico e ambiental, preferencialmente focados no mosaico que constitui as diferentes “Amazônias”, aceitando, porém, contribuições que, sob enfoque inovador, problematize e seja propositivo acerca do desenvolvimento brasileiro e, ou mesmo, mundial e suas implicações.

Nosso enfoque central, portanto, refere-se ao tratamento multidisciplinar dos temas referentes ao Desenvolvimento das sociedades Amazônicas, considerando que não há uma restrição dessa temática geral, na medida em que diversos temas conexos se integram. Vale observar que a Amazônia Legal Brasileira ocupa aproximadamente 5,2 milhões de Km², o que corresponde a aproximadamente 60% do território brasileiro. Por outro lado, somente a Amazônia brasileira detém, segundo o último censo, uma população de aproximadamente 23 milhões de brasileiros e constitui frente importante da expansão da acumulação capitalista não somente no Brasil, como em outros seis países da América do Sul (Colômbia, Peru, Bolívia, Guiana, Suriname, Venezuela), o que a torna uma questão central para o debate da integração sul-americana.

Instruções para submissão de trabalhos

Os artigos em conformidade a linha editorial terão que ser submetidos aos editoriais, em Word, com no máximo 25 laudas de extensão (incluindo notas de referência, bibliografia e anexos). Margens superior e inferior de 3,5 e direita e esquerda de 2,5. A citação de autores deverá seguir o padrão seguinte: (Autor, data, página), caso haja mais de um artigo do mesmo autor no mesmo ano deve-se usar letras minúsculas ao lado da data para fazer a diferenciação, exemplo: (Rivero, 2011, p. 65 ou Rivero, 2011a, p. 65). Os autores devem fornecer currículo resumido. O artigo deverá vir obrigatoriamente acompanhado de Resumo de até no máximo 25 linhas e o respectivo Abstract, palavras-chaves e Classificação JEL (Journal of Economic Literature).

Análise da Regulação da Conta de Capital

Luccas Assis Attílio¹

Resumo: O artigo propõe uma análise crítica dos pontos positivos e negativos da liberalização financeira e ressalta as vantagens da regulação da conta de capital. À luz dessa discussão investigam-se alternativas recentes para se regular a conta de capital que possam mitigar os efeitos negativos promovidos pela liberalização dessa conta. Chega-se a conclusão de que para aumentar a estabilidade do sistema financeiro mundial, é crucial a tomada de medidas que reduzam não somente o volume do fluxo de capitais, mas também a velocidade com a qual ele é realizado contemporaneamente.

Palavras-chave: Conta de Capital; Liberalização Financeira; Regulação.

Código JEL: E00, G15, G18.

Abstract: The article proposes a critical analysis of the strengths and weaknesses of financial liberalization and highlights the benefits of capital account regulation. In light of this discussion investigate recent alternatives to regulate the capital account that can mitigate the negative effects caused by liberalization of this account. Arrive at the conclusion that to increase the stability of the global financial system, it is crucial to take measures that not only reduce the volume of capital flows, but also the speed with which it is performed contemporaneously.

Keywords: Capital Account; Financial Liberalization; Regulation.

JEL Code: E00, G15, G18.

¹Mestrando em Economia pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG) no Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional (CEDEPLAR).

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	6
2. REPRESSÃO FINANCEIRA	7
3. LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA.....	8
4. CONTA DE CAPITAL.....	9
4.1 DEFENDENDO A LIBERALIZAÇÃO DA CONTA DE CAPITAL	9
4.2 FATORES QUE ACARRETARAM DANOS PARA ECONOMIAS QUE LIBERALIZARAM A CONTA DE CAPITAL	11
4.3 BENEFÍCIOS COM A REGULAÇÃO DA CONTA DE CAPITAL	13
4.4 ALTERNATIVAS PROPOSTAS.....	15
4.5 CONSEQUÊNCIAS RELATIVAS À REGULAÇÃO DA CONTA DE CAPITAL APÓS A CRISE DE 2007	17
5. CONCLUSÃO	19
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	20

1. INTRODUÇÃO

O sistema financeiro mundial é regido predominantemente por práticas de cunho liberais como a defesa pelo livre fluxo de capitais e a entrada de firmas externas. Entretanto, essa desregulamentação financeira tem sido discutida ao longo dos anos desde que foi empreendida (anos de 1970), primordialmente devido às inúmeras crises financeiras que têm emergido desde esse período.

Todavia, conquanto a defesa por políticas financeiras liberais tenha os seus críticos, muitos países contemporaneamente adotam esse tipo de prática. Por outro lado, recentemente tem surgido uma tendência pela defesa da regulação da conta de capital, cuja ênfase foi aumentada após a crise de 2007 nos Estados Unidos da América (EUA).

A liberalização da conta de capitais é uma das medidas do processo de liberalização financeira, com isso, muitas vezes costuma-se ser o passo final para uma economia no processo de abertura dos mercados financeiros e, acoplado a isso, recomendava-se que o aparato de regulação prudencial e supervisão estivessem bem arranjados para essa política lograr êxito.

Uma das consequências da liberalização da conta de capitais é a forte entrada e saída de capitais que a economia sofre em curtos períodos de tempo. É subjacente a essa característica que os anos pós-crise de 2007 têm gerado a defesa pelo controle dos capitais. Outras crises financeiras, como a asiática em 1997, já tinha denotado coro pela regulação da conta de capitais, porém, esse processo ficou restrito naquela região.

É nesse embate teórico que esse artigo procura precisar, explicando como ocorreu a defesa pela liberalização financeira, particularmente a respeito da liberalização da conta de capital e por que ela tem sido contestada atualmente. Ademais, explana-se a respeito da atual tendência pela regulação dessa conta e os seus pontos positivos.

Para esse intuito o artigo está dividido em quatro seções, além dessa introdução; as seções dois e três conceituam, respectivamente, os termos repressão e liberalização financeira; a seção quatro focaliza na conta de capital narrando sua liberalização, motivos que causaram o seu insucesso em algumas economias, a defesa por sua regulação, algumas soluções propostas e a atual tendência após a crise de 2007 e a seção cinco expõe alguns comentários finais.

2. REPRESSÃO FINANCEIRA

Desde o fim da segunda guerra mundial até os anos de 1970 o sistema financeiro mundial foi regido precipuamente pelo regime conhecido como repressão financeira. Nesse mesmo período o capitalismo vivenciou uma fase de forte crescimento econômico e aumentos salariais por parte da população, consubstanciando na *Golden Age*. Outra característica desse estágio de desenvolvimento foi a proximidade do Estado com a economia, o que se denotou como o Estado de Bem Estar Social.

O Estado intervinha diretamente no setor financeiro de modo a adequar os objetivos perseguidos por ele. Uma prática comum eram as políticas creditícias seletivas, as quais eram direcionadas para setores considerados prioritários. Acoplado a essa política havia juros subsidiados para os setores beneficiados (Fry, 1988).

Tetos para as taxas de juros eram comumente empregados e podem ser considerados como uma consequência dos juros subsidiados. O lado positivo é que a especulação com ativos financeiros era restrita com essa medida, porém, essa política recebeu algumas críticas, como o desestímulo de poupar pelos agentes e, por conseguinte, de investir - dado o baixo retorno de alguns projetos -, (Mckinnon, 1973; Shaw, 1973).

Os sistemas financeiros eram dominados por bancos com pouca autonomia operacional, sendo que suas decisões eram majoritariamente tomadas ou influenciadas pelo governo, ao invés dos sinais do mercado. De forma análoga, existiam controles na taxa de câmbio, na entrada de empresas multinacionais e no fluxo de capitais (Gabel, 2010).

Ainda que o desempenho do produto interno bruto (PIB) de várias nações tenha recrudescido durante a Era de Ouro, na década de 1970 pressões inflacionárias, aumento do desemprego e estagnação do crescimento do produto foram diagnósticos comumente observados em muitas economias e foram fatores que acarretaram o questionamento de antigas práticas financeiras empregadas. Os choques do petróleo de 1973 e 1979 minaram o regime de repressão financeira e abriram a janela de oportunidade para as ideias pregadas pelos neoliberais.

3. LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA

A liberalização financeira pode ser entendida, em termos gerais, como a retirada do governo dos mercados financeiros e a confiança de que os sinais emitidos pelo mercado conduziriam de forma apropriada as ações dos agentes circunscritos ao sistema financeiro.

Williamson e Mahar (1998) afirmam que a liberalização pode ser entendida em torno de 6 dimensões, quais sejam, eliminação dos controles de créditos, desregulamentação da taxa de juros, livre entrada no setor bancário e na indústria de serviços financeiros, bancos e instituições financeiras com autonomia e de propriedade privada e liberalização dos fluxos de capitais internacionais. Os autores ressaltam que esses traços podem coexistir com a regulamentação prudencial e supervisão empreendida pelo banco central.

Levine (1997) salienta que essa política reduziria os custos de transação e de informação, o que criaria incentivos para inovações no sistema financeiro que, por sua vez, gerariam novas reduções nos custos supracitados e criaria um ciclo virtuoso em termos de eficiência financeira.

Outra vantagem seria o aumento da poupança e do investimento. Conforme o fluxo de capital adentrasse no país, a poupança interna aumentaria, o que amenizaria o problema de escassez de fundos para financiamento em algumas nações. Consequentemente o investimento seria incrementado pela abundância de capital (King e Levine, 1993).

Mishkin (2009) afirma que a liberalização financeira é uma oportunidade para o aumento do crescimento econômico. De acordo com o autor, a integração financeira acarreta ganhos de eficiência para os países envolvidos, ganhos estes que podem ser entendidos pelo barateamento do custo de captação de capital. Outro benefício derivado dessa abertura é uma maior estabilidade financeira, dado que a entrada de capitais resolveria problemas crônicos de países em desenvolvimento. Para citar um entre eles, o financiamento do balanço de pagamentos.

Apesar dessas vantagens que poderiam ocorrer - embora algumas tenham realmente ocorrido, como o barateamento do crédito -, o resultado final não deixou de suscitar dúvidas e críticas quanto ao receituário defendido pelos neoliberais. Vários países passaram por dificuldades após colocarem em prática algumas das políticas recomendadas.

Uma dessas dificuldades foi a maior volatilidade nos preços das ações nos mercados financeiros dos países em desenvolvimento (PEDs). Inapropriada regulação e opaca

transparência no mercado acionário ajudam a explicar esse quadro. Além disso, o mercado financeiro possui a singularidade de ser propenso a falhas (Singh e Weisse, 1998).

Stiglitz (1989) chama a atenção para a heterogeneidade dos contratos, da dificuldade de escolher gerentes para comandarem corporações e de projetos para serem executados. O denominador comum dessas observações é que o sistema financeiro é inerentemente sujeito a informações imperfeitas e custosas, o que pode gerar instabilidades. Em suma, o autor critica modelos que consideram o comportamento dos agentes financeiros de forma padronizada.

A principal crítica a respeito da liberalização financeira, contudo, foi a eclosão de crises financeiras. Tanto na década de 1980 como nas décadas posteriores, algumas nações tiveram problemas internos com a grande entrada de capital externo. É nesse mérito que a conta de capital merece uma análise em especial.

4. CONTA DE CAPITAL

Essa seção enfatiza a conta de capital mostrando os pontos defendidos para sua liberalização (subseção 4.1), efeitos deletérios causados por sua liberalização (subseção 4.2), os benefícios da regulação dessa conta (subseção 4.3), soluções propostas para mitigar os problemas advindos com a sua liberalização (subseção 4.4) e as consequências em relação ao tratamento dado a conta de capital desde a crise de 2007 até os dias de hoje (subseção 4.5).

4.1 DEFENDENDO A LIBERALIZAÇÃO DA CONTA DE CAPITAL

A liberalização da conta de capital era vista como um passo fundamental para os países que estavam em processo de abertura financeira e prometia restabelecer uma trajetória de crescimento econômico. Dos possíveis benefícios que adviriam, um deles seria o barateamento do crédito, uma vez que o influxo de capitais externos representaria uma concorrência para os empréstimos internos do país.

A entrada dos influxos aumentaria os fundos disponíveis para investir; empresas que antes se deparavam com pouco financiamento e que eram obrigadas a usarem os ganhos retidos para empreenderem projetos, agora poderiam usufruir dessa fonte de capital. Logo, os investimentos da economia tenderiam a recrudescerem, causando o subsequente crescimento do PIB. Não deixando de citar que países que possuíssem problemas no balanço de

pagamentos - PEDs - contariam com fontes de financiamento mais baratas para contornarem eventuais vicissitudes (Chang e Gabel, 2004).

Desses fluxos que adentrariam na economia, o investimento direto estrangeiro (IDE) representaria a transferência de tecnologias mais avançadas do exterior para o país doméstico. A economia se tornaria mais eficiente na medida em que o contato entre empresas estrangeiras e domésticas acirraría a competição pelo mercado gerando ganhos de bem estar para o consumidor (Epstein e Gabel, 2007).

Os investimentos oriundos de outros países seriam direcionados para setores de maior retorno social, os quais garantiriam maiores retornos financeiros, ou seja, os investimentos seriam mais eficientes (Levine, 1997). Problemas sociais como pobreza, fome e desigualdade de renda tenderiam a serem mitigados. E dada essa crescente liquidez que a economia incorreria, classes menos afortunadas poderiam dispor de crédito para empreenderem novas atividades ou aumentarem os seus consumos, levando em conta que ambos os empréstimos seriam de custo reduzido devido à ampla liquidez da economia e, portanto, não representariam grandes fardos para essa classe de renda.

Outro objetivo que emergiria da abertura da conta de capital seria um governo mais comprometido em seguir práticas econômicas que não desestabilizassem a economia, de modo a criar maior credibilidade e, por conseguinte, aumentar o influxo de capitais. A transparência seria incrementada, cujo intuito seria, de modo análogo à maior responsabilidade, transmitir credibilidade aos mercados externos. Destarte, governos seriam mais disciplinados, transparentes e combateriam a corrupção (Gabel, 2003).

Alguns números elucidam essa tendência da liberalização da conta de capital; Chang e Gabel (2004) mostram que o IDE líquido para PEDs, que era de 2,2 bilhões de dólares em 1970, escalou para 143 bilhões em 2002. O investimento líquido em portfólio, que totalizava 3,7 bilhões de dólares para PEDs em 1990, alcançou 94 bilhões em 2002. Mishkin (2009) denota que de 1975 a 2005 os fluxos de capitais subiram de 5% para 32% do PIB.

Em suma, observou-se que as inúmeras liberalizações da conta de capital que foram realizadas desde 1970 forneceram o ímpeto para capitais externos fluírem para várias economias no globo sob a crença das supostas vantagens que ascenderiam conforme o processo fosse colocado em prática.

4.2 FATORES QUE ACARRETARAM DANOS PARA ECONOMIAS QUE LIBERALIZARAM A CONTA DE CAPITAL

Sob a égide da análise retrospectiva dos efeitos que a liberalização da conta de capital trouxe para as economias que empreenderam essa política, essa subseção disserta sobre os principais deles. Um efeito foi a crescente valorização da taxa de câmbio em economias que dependiam de um câmbio competitivo para obterem ganhos no comércio externo, conseqüentemente, essas economias tiveram dificuldades econômicas, principalmente o setor exportador (Rodrik e Subramanian, 2009).

A facilidade com que a entrada e saída de capitais ocorriam fazia com que o câmbio fosse mais volátil e sujeito ao humor e percepção do mercado para a economia doméstica. O horizonte de planejamento de investimentos de longo prazo era prejudicado, uma vez que se criava uma maior incerteza sobre o valor cambial (Chang e Grabel, 2004).

Dado o valor do dólar como moeda internacional e de “porto seguro” quando a situação econômica externa se deteriora, PEDs e países emergentes sofrem com o diferencial da taxa de juros. De 2002 a 2007 os PEDs receberam grandes influxos de capitais, entretanto, com a crise de 2007-2009 esses capitais voltaram para os EUA (“porto seguro”). Todavia, as políticas econômicas empregadas pelas nações industrializadas para contornar o quadro recessivo (2008-2011) - políticas monetárias expansionistas - reduziram as suas taxas de juros e, buscando maiores rendimentos financeiros, esses capitais tornaram a voltar para os PEDs, que não obstante crescessem mais, possuíam maiores taxas de juros. Portanto, o influxo de capitais para países emergentes e em desenvolvimento é em grande parte dependente das políticas empreendidas pelas nações mais ricas (Gallagher, Griffith-Jones e Ocampo, 2012). Essa característica se torna mais nítida se considerar o possível fim e a redução da política de *quantitative easing* empregada pelo Federal Reserve, o banco central dos EUA, que culminou em grande reversão nos fluxos de capitais para os PEDs e forte volatilidade dos seus câmbios em 2013, não somente com a de fato redução da expansão monetária, mas também com a especulação de que ocorreria essa diminuição.

A saída repentina de capitais passou a ser um risco em potencial para a conta de capital liberalizada. Ao menor indício de queda no desempenho econômico, investidores externos fugiam do país e causavam a redução dos fundos disponíveis e desvalorização no câmbio, que agravava os serviços de pagamento da dívida externa. Acoplado a esse problema

estão os capitais especulativos que buscam apenas rendimentos financeiros pelos diferenciais da taxa de câmbio e de juros. Esses capitais especulativos foram um dos principais fatores para a eclosão da crise asiática de 1997 (Krugman, 2009)

Ativos financeiros, principalmente ações de empresas, eram inflados com as entradas de capitais sem que os fundamentos econômicos justificassem esses influxos. Crises devido às bolhas em mercados acionários e imobiliários foram uma ocorrência corriqueira em economias liberalizadas (Dymski, 2012)

Muitos PEDs fizeram custosos ajustes econômicos para atraírem IDE, porém, os benefícios em geral não são maiores do que os custos de atraí-los (Hanson, 2001). IDE pode vir como investimento trazendo máquinas, equipamentos e construindo fábricas ou via fusão e aquisição. Entretanto, nem toda entrada de IDE provou-se ajudar no desempenho da economia; muitos desses influxos são apenas fluxos de dívidas e acarretam pouca geração de emprego. Ademais, como Epstein e Grabel (2007, p. 59) denotam, *“evidence also shows that foreign investors place more emphasis on a large domestic market, an educated workforce, rising incomes and economic growth, and sound infrastructure rather than on a liberal regulatory regime when making foreign investment decisions”*.

Estudos reiteram o questionável benefício da abertura da conta de capital para o desempenho das economias: Jeanne, Subramanian e Williamson (2012) afirmam que a livre mobilidade de capital tem pouco efeito no crescimento de longo prazo, Kose et al. (2006) denotam que não há claras evidências de que a abertura da conta de capital melhorou o crescimento econômico, Kose, Prasad e Terrones (2005) asseveram que o consumo ficou mais volátil após a abertura financeira, Gourinchas e Jeanne (2007) salientam que os países que crescem mais rápido são os que dependem menos do capital externo e que esse capital externo flui primordialmente para países com baixo crescimento da produtividade e Schularick e Steger (2010) lançam dúvidas sobre a suposta relação positiva entre a abertura financeira e investimento, pois entre 1980 a 2002 os autores asseveram que não houve relação entre essas duas variáveis, entretanto, o mesmo não pode ser dito no período de 1880 a 1913.

Rodrik e Subramanian (2009) chamam a atenção para o fato de que os PEDs enfrentam restrições precipuamente de investimento e não de poupança, isto é, ainda que o país possua um determinado nível de poupança, a alocação dela para concretizar em investimento não ocorreria por causa de empecilhos como pouco estímulo para empreender

um projeto, alto risco embutido, temor de guerra civil ou expropriação de propriedade, entre outros agravantes, logo, a abertura da conta de capital não seria o correspondente para o aumento do crescimento econômico, pelo contrário, a apreciação cambial e a perda de competitividade externa que essa política poderia causar prejudicaria o desempenho do país. Ainda, os autores afirmam que a abertura financeira permitiu maior acesso às finanças internacionais, mas isso não necessariamente é algo que beneficiará o país.

Por fim, mas não menos importante, países com a conta de capital liberalizada perdem significativa autonomia na política monetária para auferirem outros objetivos, muitas vezes mais urgentes do que a simples transmissão de credibilidade externa. A comunidade financeira ganha relevância nessa conjuntura, passando a ditar em como seria a melhor política econômica para o país seguir, causando a redução da autonomia doméstica (Chang e Grabel, 2004).

Implicitamente nos argumentos neoliberais favoráveis para a liberalização da conta de capital presume-se que os ganhos advindos com essa política gerarão uma equitativa distribuição dos ganhos, que fluirão para os pobres automaticamente. Ademais, tratam os mercados financeiros e de capitais como se fossem iguais ao mercado de bens e serviços (Stiglitz, 2000). Na esteira dessa crítica, é difícil racionalizar que capitais de curto prazo e voláteis, ou seja, especulativos, adicionariam ingredientes frutíferos para o crescimento econômico. Não obstante, a interpretação de que o baixo nível de poupança e mercado financeiro pouco desenvolvido são os principais mecanismos que restringem o crescimento do produto precisa ser revista.

4.3 BENEFÍCIOS COM A REGULAÇÃO DA CONTA DE CAPITAL

Em resposta aos danos econômicos que a liberalização da conta de capital acarretou e tem causado, defensores do controle dos capitais acirraram o debate apoiados por eventos históricos e experiências contemporâneas bem sucedidas de países que empregaram esse tipo de política.

Após o fim da segunda guerra mundial até os anos de 1970, período conhecido como Era de Ouro, conforme dito na seção 2, a economia global testemunhou um crescimento econômico forte e sustentado, ao qual foi auxiliado por controles de capitais na entrada, saída,

composição, volume e maturidade desses fluxos em vários países, tanto nações ricas e desenvolvidas como nações pobres e em desenvolvimento se utilizaram desse mecanismo para atingirem esse desempenho. Ressalta-se que até mesmo os EUA usaram dessa técnica na década de 1960 quando sua economia apresentou fraco crescimento econômico e precisou recuperar a confiança externa (Chang e Grabel, 2004; Epstein e Grabel, 2007; Helleiner, 1996). Talvez esse contexto histórico seja o ponto mais salientado pelos defensores da regulação da conta de capital como testemunha da eficiência dessa técnica, entretanto, cabe lembrar que a economia mundial vinha de um período recessivo e que nações ricas tinham de reconstruir os seus países, portanto, outros fatores contribuíram para essa *performance*, como o baixo nível de capital físico, amplos investimentos norte-americanos em torno do globo e o distanciamento que nações se encontravam dos seus respectivos produtos potenciais (Sweezy, 1997; Sweezy, 2004).

Japão, Coreia e Taiwan são exemplos de países que empreenderam controles de capitais e lograram longos períodos de crescimento forte do PIB na segunda metade do século XX. Chile e Colômbia também experimentaram controles de capitais, porém, nos anos de 1990. Especificamente, visaram alterar a estrutura e a maturidade dos capitais, e de fato conseguiram atingir esse intuito, entrando mais IDE, menos capitais especulativos e aumentando a maturidade destes (Chang e Grabel, 2004).

A Malásia é outro exemplo de país que usou controles de capital de forma eficaz; nos anos de 1990 suas autoridades ficaram preocupadas com o grande influxo de capital no país e o aumento do valor nos mercados imobiliários e acionários, bem como uma forte pressão na moeda nacional. Com isso, estabeleceram controles temporários de capital tentando reverter essa tendência que poderia gerar uma bolha especulativa. Como resultado dessas medidas o influxo de capital de curto prazo caiu e os preços voltaram ao normal, assim como a pressão sobre a moeda (Palma, 2000).

Novamente a Malásia usou essa tática na crise asiática em 1997. Essas medidas foram responsáveis por uma recuperação mais rápida da economia e do mercado acionário, assim como menores reduções no emprego e salário; o ajuste no setor real foi suavizado (Kaplan e Rodrik, 2001). Nesse mesmo período, restrições nas saídas de capitais, em empréstimos externos e na especulação e acesso da moeda auxiliaram a China e a Índia a não sofrerem as consequências (efeito contágio) dessa crise de 1997. Essas medidas tomadas pelos dois países

também ajudam a explicar a trajetória crescente do PIB dessas nações desde o século passado.

As nações que empregaram controles na conta de capital nos anos anteriores à crise financeira de 2007 estavam entre os países menos duramente atingidos quando a crise eclodiu e assolou a economia mundial gerando pânico nos mercados financeiros (Ostry, 2012).

Essas experiências de alguns países usando controles de capitais retratam que essa política pode gerar maior estabilidade financeira na medida em que os fluxos não são irrestritos, pelo contrário, passam por uma avaliação prévia e caso estejam em consonância com os objetivos do país destinatário poderão adentrar em seu território. Problemas como apreciação e volatilidade cambial seriam reduzidos também.

A composição dos influxos poderia ser ajustada de modo propício para o crescimento econômico e combate às mazelas sociais, bem como a política monetária, que voltaria a poder ser empregada para auxiliar no desempenho da economia. O *mix* entre política monetária e controle de capitais poderia ser utilizado como política contra-cíclica, tornando a ser mais uma ferramenta para aumentar o instrumental dos países em momentos financeiros adversos.

4.4 ALTERNATIVAS PROPOSTAS

Epstein e Grabel (2007) defendem o controle da conta de capital usando dois mecanismos. O *trip wire* seria uma estatística que iria mostrar que o país estaria se aproximando de uma situação ruim sem de fato ter chegado nela. Por outro lado, o *speed bump* seria a tomada de medidas temporárias de controle de capitais para reverter a situação em deterioração. Salientam que seria preferível que a regulação dos capitais ocorresse na entrada devido ao fato de que muitas vezes o controle da saída ativa o pânico entre os investidores.

O controle do fluxo de capitais pelo sistema bancário é defendido por Stiglitz (2000), que denota que o monitoramento do agente após tomar o empréstimo e a mensuração de seu risco amenizaria a probabilidade de *defaults* e restringiria possíveis comportamentos de caráter especulativo. A saída de capitais poderia ser reduzida com essa supervisão, e nesse ponto, o autor considera que a essência do problema não é a entrada de capitais, mas sua saída do país. E que o controle de capitais de curto prazo não prejudica o influxo de outros tipos de capitais, citando a China como exemplo disso.

Reguladores da conta de capital deveriam estar sempre se atualizando com relação às inovações financeiras, pois muitas delas existem tão somente - ou principalmente - para burlar a regulação vigente (Gallagher, Griffith-Jones e Ocampo, 2012). Neste quesito, novamente os PEDs apresentam fraquezas; suas instituições regulatórias e os seus trabalhadores são incipientes, pouco experientes, com baixos níveis de capital humano e sujeitos a pressões políticas, gerando complacência com práticas corruptas e prejudiciais ao bom funcionamento do sistema financeiro (Brownbridge e Kirkpatrick, 2000).

Muitas das crises que alguns países sofreram foram pelo efeito contágio, com isso, Calvo, Leiderman e Reinhart (1993), Gallagher, Griffith-Jones e Ocampo (2012) e Grabel (2013) defendem que deve existir uma cooperação financeira de magnitude mundial, países deveriam considerar os efeitos que suas políticas domésticas causarão em outras partes do globo. *“The full burden of managing capital flows should not be on emerging market and developing countries, but the ‘source’ countries of capital flows should also play a role in capital flow management”* (Gallagher, Griffith-Jones e Ocampo, 2012, p. 6). Muitas vezes o capital especulativo advém dos países industrializados, deste modo, essas nações poderiam adotar medidas ou auxiliar os países emergentes e em desenvolvimento para mitigar essa prática. Deve existir uma cooperação para aumentar a estabilidade do sistema financeiro mundial, dado que isso beneficiaria todas as economias (Ocampo, 2006; Ocampo, 2011; Biancareli, 2011).

Dado o sucesso de algumas economias empregando o controle de capitais, Gallagher, Griffith-Jones e Ocampo (2012) defendem que essa política não deveria ser vista como um recurso de última instância, mas sim como uma efetiva ferramenta macroeconômica. Asseveram ainda que ao invés de ser usada de modo temporário, pode vir a ser caracterizada como uma medida permanente.

Mishkin (2009) não adentra muito nessa discussão sobre uma medida específica para melhorar o desempenho da conta de capital, entretanto, sugere que PEDs poderiam desenvolver o setor exportador para aumentarem suas resiliências com crises ou momentos econômicos adversos. Problemas de empresas que possuem receitas em moeda local e dívidas em moedas externas (*currency mismatches*) e dificuldades nos pagamentos de serviços externos impostos por desvalorizações cambiais seriam mais facilmente enfrentados. Essa robustez do setor exportador ajudaria indiretamente a conta de capital, pois o equilíbrio do

balanço de pagamentos não necessitaria tanto da entrada de capitais para ajustá-lo, o que, por sua vez, daria maior tempo para PEDs formularem os seus controles de capitais e desenvolverem instituições necessárias para tal intuito.

De 2000 a 2012 as reservas internacionais aumentaram em 456%, passando de 1,9 trilhões de dólares para 10,7 trilhões. PEDs contavam com 7,1 trilhões de dólares dessa quantidade, contabilizando em 72,5% do total de reservas globais (Grabel, 2013). Em 1980 as reservas como proporção do PIB eram de 5% nos PEDs, em 2010 chegaram a 25% (Ghosh, Ostry e Tsangarides, 2012). Essas estatísticas mostram que os países passaram a acumular maior quantidade de reservas internacionais, sobretudo os PEDs e os países emergentes, entretanto, esses dados também mostram que muitos desses recursos poderiam ser empregados em investimentos produtivos ou em melhorias nas condições sociais da população e que há um alto custo de oportunidade em manter essas reservas, variando de 2% a 3% do PIB para países em desenvolvimento (Rodrik, 2006). O controle de capitais poderia amenizar esse quadro, dado que o seu uso reduziria a importância em se manter vastas reservas, pois o risco dos capitais fugirem do país seria reduzido, assim como a volatilidade do câmbio.

Essa subseção analisou criticamente algumas alternativas propostas para regular a conta de capital, e como é visto na subseção seguinte, algumas dessas medidas estão sendo adotadas contemporaneamente. Em especial, a crise de 2007 deflagrou a importância de controlar os capitais para superar adversidades financeiras.

4.5 CONSEQUÊNCIAS RELATIVAS À REGULAÇÃO DA CONTA DE CAPITAL APÓS A CRISE DE 2007

Nos anos anteriores à crise financeira de 2007 as agências de classificação de crédito avaliavam negativamente os países que colocavam controles de capitais, bem como o Fundo Monetário Internacional (FMI), que defendia a desregulamentação desses fluxos. O mesmo poderia ser dito para os investidores internacionais, que não enxergavam com bons olhos essa prática.

Todavia, com a crise dos EUA e o pânico que se alastrou nos mercados financeiros mundiais, medidas consideradas de última instância - como controles de capitais - foram empreendidas com resultados positivos. Essa tendência foi corroborada pelo FMI quando essa

instituição elaborou o pacote de resgate para a Islândia, no qual defendia o controle da saída de capitais.

Essa tolerância do FMI com esse tipo de política pode refletir, além de sua eficácia verificada em algumas nações, a luta dessa instituição para recuperar espaço político perdido em alguns pontos do globo. Tanto a crescente integração financeira regional como a maior autonomia para empreender políticas por alguns países têm reduzido o escopo de influência do FMI (Stuenkel, 2013).

Exemplos de países que adotaram medidas restritivas para a entrada de capital externo se avolumaram após a crise de 2007: o Brasil em 2009 realizou controles em investimentos de portfólio e em 2010 fortaleceu os impostos sobre compras de títulos públicos de renda fixa por investidores estrangeiros, Taiwan em 2009 aumentou o controle nos capitais (via impostos), a Coreia do Sul em 2009 limitou a tomada de empréstimos externos por companhias locais, entre outros países. Todavia, quando perceberam que capitais estavam deixando de ir para os seus países, algumas economias reduziram o controle vigente, mostrando que a política de regulação da conta de capital ainda precisa de maior legitimidade ao ser empreendida (Gabel, 2013).

O surgimento do Banco do BRICS em 2014, bem como o aumento das atividades de bancos de desenvolvimento regionais, como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), têm mostrado para o FMI que mecanismos financeiros regionais estão sendo criados como alternativas para superar as adversidades financeiras atuais.

Entretanto, a regulação da conta de capitais necessita de maior reconhecimento pela comunidade financeira internacional. Alguns países que colocam em prática esse tipo de política costumam ser mal vistos pelos investidores externos. Por outro lado, China e Índia são exemplos de países que empreenderam controles de capitais e mesmo assim continuaram recebendo maciços influxos de IDE.

Outro benefício que poderia advir com a legitimação do controle de capitais seria a questão sobre o acúmulo de reservas internacionais. Como já dito anteriormente sobre os custos embutidos nesse tipo de política, o controle de capitais poderia reduzir a relevância de possuir amplas reservas na medida em que ele manteria capitais dentro do país. Acoplado a isso, caso os países que empreendessem regulação na conta de capitais passassem a ser mais

bem vistos internacionalmente, a questão da credibilidade poderia atuar como fator positivo reforçando na manutenção de capitais externos no país. Novamente a China aparece como uma exceção desse raciocínio, sendo um país que possui controles de capitais e detém credibilidade, entretanto, essa não é a regra para outros países, principalmente os PEDs.

Destarte, políticas de controles de capital vêm ganhando terreno paulatinamente, todavia, essa prática carece de legitimidade, sendo ainda vista com receios por muitos agentes financeiros. Espera-se que a comunidade financeira passe a considerar de forma positiva o uso desse instrumental regulatório e, por conseguinte, crises financeiras sejam evitadas em escala mundial.

5. CONCLUSÃO

O artigo contextualizou a liberalização da conta de capital desde o início da defesa pela abertura dos mercados financeiros na década de 1970, narrando a experiência de alguns países que empreenderam essas políticas e procurando explicar as razões de algumas delas terem gerado resultados negativos. Sob essa égide, foi dito que a crise de 2007 nos EUA tem deflagrado uma maior defesa pelo controle dessa conta, sendo a prática dessa política defendida inclusive pelo FMI, embora de maneira temporária e de uso apenas para situações emergenciais.

O controle da conta de capital pode mitigar muitos problemas econômicos, inclusive incrementar o crescimento econômico. À luz de experiências contemporâneas de países que adotaram esse tipo de política e obtiveram êxito, seria benéfico que essa prática se tornasse mais bem vista e aceita na comunidade internacional, dado que ela pode gerar maior estabilidade financeira e autonomia para países empreenderem políticas voltadas para resolverem problemas internos, e não somente buscar a famigerada credibilidade. Todavia, nem sempre interesses privados se coincidem com os interesses sociais almejados pelos Estados e o mercado financeiro parece não ser uma exceção a essa regra.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BIANCARELI, A. M. Financial Cooperation within the Context of South American Integration: Current Balance and Future Challenges. **Integration & Trade**, v. 15, n. 33, p. 17-25, 2011.
- BROWNBIDGE, M. e KIRKPATRICK, C. Financial Regulation in Developing Countries. **The Journal of Development Studies**, vol. 37, n. 1, p. 1-24, 2000.
- CALVO, G. A., LEIDERMAN, L. e REINHART, C. M. Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors. **IMF Staff Papers**, vol. 40, n. 1, p. 108-151, 1993.
- CHANG, H. J. e GRABEL, I. **Reclaiming Development: An Alternative Economic Policy Manual**. London: Zed Books, 2004.
- DYMSKI, G. A. O Gênio Fora da Garrafa: A Evolução da Política Too Big to Fail e a Estratégia Bancária dos Estados Unidos. In: CINTRA, M. e GOMES, K. (eds.) **As Transformações no Sistema Financeiro Internacional**. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), p. 177-244, 2012.
- EPSTEIN, G. e GRABEL, I. Financial Policies for Pro-Poor Growth: A Training Manual. Prepared for the United Nations Development Programme (UNDP). International Poverty Centre. Global Training Programme on Economic Policies for Growth, Employment and Poverty Reduction, 2007.
- FRY, M. **Money, Interest, and Banking in Economic Development**. Baltimore: Johns Hopkins University Press, 1988.
- GALLAGHER, K. P., GRIFFITH-JONES, S. e OCAMPO, A. J. **Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development**. Boston: Boston University. The Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future, 2012.
- GHOSH, A., OSTRY, J. e TSANGARIDES, C. Shifting Motives: Explaining the Buildup in Official Reserves in Emerging Markets Since the 1980s. IMF Working Paper, n. 34, Washington, DC, 2012.
- GOURINCHAS, P. O. e JEANNE, O. Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle. National Bureau of Economic Research. Working Paper, n. 13602, 2007.
- GRABEL, I. Ideology, Power, and the Rise of Independent Monetary Institutions in Emerging Economies. In: KIRSHNER, J. (ed.) **Monetary Orders: Ambiguous Economics, Ubiquitous Politics**. Ithaca: Cornell University Press, p. 25-52, 2003.
- _____. Financial Systems and Economic Development in the 21st Century: Are we all Keynesian yet? In: ARESTIS, P. e SAWYER, M. (eds.) **21st Century Keynesian Economics**. Palgrave Macmillan, 2010.
- _____. The Rebranding of Capital Controls in an Era of Productive Incoherence. Political Economy Research Institute. Working Paper, n. 318, 2013.
- HANSON, G. Should Countries Promote Foreign Direct Investment? UNCTAD G-24. Discussion Paper Series, n. 9, 2001.
- HELLEINER, E. **States and the Reemergence of Global Finance**. Ithaca: Cornell University Press, 1996.
- JEANNE, O., SUBRAMANIAN, A. e WILLIAMSON, J. **Who Needs to Open the Capital Account?** Peterson Institute Press: All Books, 2012.

- KAPLAN, E. e RODRIK, D. Did the Malaysian Capital Controls Work? In: EDWARDS, S. e FRANKEL, J. (eds.) **Preventing Currency Crises in Emerging Markets**. Chicago: University of Chicago Press, 2001.
- KING, R. e LEVINE, R. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. **Quarterly Journal of Economics**, vol. 108, n. 3, p. 717-737, 1993.
- KOSE, M. A., PRASAD, E. S. e TERRONES, M. E. Growth and Volatility in an Era of Globalization. **IMF Staff Papers**, vol. 52, p. 31-63, 2005.
- KOSE, M. A. et al. Financial Globalization: A Reappraisal. National Bureau of Economic Research. Working Paper, n. 12484, 2006.
- KRUGMAN, P. **A Crise de 2008 e a Economia da Depressão**. Rio de Janeiro. Elsevier, 2009.
- LEVINE, R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. **Journal of Economic Literature**, vol. 35, p. 688-726, 1997.
- MCKINNON, R. **Money and Capital in Economic Development**. Brookings Institution, 1973.
- MISHKIN, F. S. Why We Shouldn't Turn our Backs on Financial Globalization. **IMF Staff Papers**, v. 56, n. 1, p. 139, 2009.
- OCAMPO, J. A. Regional Financial Cooperation: Experiences and Challenges. In: _____ (ed.) **Regional Financial Cooperation**. Baltimore, MD. Brookings Institution Press, 2006.
- _____. A Development-Friendly Reform of the International Financial Architecture. **Politics & Society**, v. 39, n. 3, p. 315-330, 2011.
- OSTRY, J. D. Managing Capital Flows: What Tools to Use? **Asian Development Review**, vol. 29, n. 1, p. 83-89, 2012.
- PALMA, G. The Three Routes to Financial Crises: The Need for Capital Controls. Schwartz Center for Economic Policy Analysis. Working Paper Series III, n. 18, New School University, New York, 2000.
- RODRIK, D. The Social Cost of Foreign Exchange Reserves. **International Economic Journal**, vol. 2, n. 3, p. 253-266, 2006.
- RODRIK, D. e SUBRAMANIAN, A. Why Did Financial Globalization Disappoint? **IMF Staff Papers**, vol. 56, n. 1, p. 112-138, 2009.
- SCHULARICK, M. e STEGER, T. M. Financial Integration, Investment, and Economic Growth: Evidence from Two Eras of Financial Globalization. **The Review of Economics and Statistics**, vol. 92, n. 4, p. 756-768, 2010.
- SHAW, E. S. **Financial Deepening in Economic Development**. New York: Oxford University, 1973.
- SINGH, A. e WEISSE, B.A. Emerging Stock Markets, Portfolio Capital Flows and Long-Term Economic Growth: Micro and Macroeconomic Perspectives. **World Development**, vol. 26, n. 4, p. 607-622, 1998.
- STIGLITZ, J. E. Financial Markets and Development. **Oxford Review of Economic Policy**, vol. 5, n. 4, p. 55-68, 1989.
- _____. Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. **World Development**, vol. 28, n. 6, p. 1075-1086, 2000.
- STUENKEL, O. The Financial Crisis, Contested Legitimacy, and the Genesis of Intra-BRICS Cooperation. **Global Governance**, vol. 19, n.4, p. 611-630, 2013.
- SWEEZY, P. More (or Less) on Globalization. **Monthly Review**, vol. 49, n. 4, p. 1-4, 1997.
- _____. Why Stagnation? **Monthly Review**, p. 69-77, 2004.

WILLIAMSON, J. e MAHAR, M. A Survey of Financial Liberalization. Essays in International Finance, n. 211. Princeton, New Jersey: International Finance Section, Economics Department, Princeton University, 1998.

Recebido em Março de 2015.

Aceito para publicação em Janeiro de 2016.