

Valor, 6 de julho de 2007
Controles de entrada de capitais não funcionam
Márcio Garcia

Com a contínua apreciação do real, principalmente, frente ao dólar, reavivaram-se os clamores por medidas que possam atenuá-la. Uma das medidas frequentemente lembrada é a imposição de controles de capitais. É importante analisar os possíveis impactos da reintrodução, hoje, de controles de entrada de capitais. Inicialmente, é necessário distinguir controles de entrada de capitais de controles de saída de capitais. Os controles de entrada de capitais são instituídos sem afetar os capitais que já entraram na economia, não alterando contratos já celebrados. Já os controles de saída são, geralmente, instituídos durante crises de confiança, tentando evitar ou mitigar grandes desvalorizações cambiais. Alguns economistas, inclusive no exterior, têm defendido a imposição de controles de entrada de capitais para mitigar a vulnerabilidade de economias emergentes a crises financeiras.

Neste artigo, defendo um ponto de vista relativo à economia positiva dos controles à entrada de capitais, e não à economia normativa. Ou seja, discuto o funcionamento e a eficácia dos controles à entrada de capitais, não se eles são desejáveis ou não. Isto porque, tendo concluído que tais controles só funcionam por períodos curtos (alguns poucos meses), torna-se ociosa a discussão sobre se os controles seriam benéficos. Se não são eficazes, não há sentido em discutir se são desejáveis.

Minha convicção sobre a ineficácia de controles seletivos de entrada de capitais no Brasil hoje está fundamentada em pesquisas sobre o período no qual foram instituídos controles de entrada de capital durante a década de 90. Naquela época, havia forte entrada de recursos que buscavam se aproveitar do elevado diferencial de juros. Durante a maior parte do primeiro mandato de FHC, após 1995, vigorou o regime de crawling peg, no qual a taxa de câmbio depreciava-se lentamente, à taxa anual de cerca de 7%. Dado o elevado diferencial de juros da época, os capitais de arbitragem entravam em nossa economia de forma maciça. O câmbio controlado tornava a arbitragem conhecida como carry-trade uma forma muito lucrativa de aproveitar os altos juros brasileiros. O carry-trade resume-se a tomar emprestado em uma moeda com juro baixo e aplicar em outra moeda com juro alto, ganhando o diferencial. O risco está em a moeda de juro alto depreciar-se frente à de juro baixo. Sob câmbio fixo, ou controlado, entretanto, tal risco é muito pequeno, desde que uma crise cambial não force o abandono do regime cambial.

Se o objetivo dos controles de capitais é impedir a apreciação da moeda nacional, as chances de sucesso são hoje menores do que eram na década de 90

O quadro do balanço de pagamentos da época era muito distinto do atual: havia déficit no balanço comercial e no balanço em transações correntes. As exportações eram cerca de 1/3 do valor previsto para 2007 (acima de US\$ 150 bi). Ou seja, a entrada dos capitais de arbitragem, bem como os de longo prazo, representava o principal suporte da política cambial da época. Posteriormente, as crises que aumentaram a aversão ao risco internacional reverteram os fluxos de capitais e forçaram a desvalorização do real em 1999. Hoje, a realidade é bem distinta. São os fluxos do comércio internacional os principais responsáveis pela contínua apreciação cambial desde 2003.

Portanto, se o objetivo dos controles de capitais é impedir a apreciação da moeda nacional, as chances de sucesso são hoje muito menores do que eram na década de 90, quando a apreciação do real era causada exclusivamente pela entrada de capitais (especulativos e de longo prazo). Ainda assim, os controles de capitais na década de 90 foram muito pouco eficazes em deter os capitais especulativos.

As tentativas de obstar a entrada do capital especulativo via controles seletivos de entrada de capital iniciaram-se ainda em 1993, antes do Plano Real. O principal instrumento da época era o imposto sobre operações financeiras (IOF), que era pago por todos os capitais destinados a investimentos em renda fixa de curto prazo.

O objetivo de tal imposto era o de onerar, seletivamente, as operações de arbitragem de juros de curto prazo, o carry-trade, de forma a reduzir a entrada de recursos que fazia expandir rapidamente a dívida pública. Tal como hoje, a entrada de cambiais pressionava a taxa de juros doméstica (Selic) para baixo. Para não deixar a taxa Selic cair, o que, tal como hoje, poderia ameaçar o controle da inflação, o BC esterilizava a operação cambial, vendendo títulos e enxugando a liquidez que havia aumentado com a entrada das cambiais. Tais intervenções esterilizadas aumentavam tanto a dívida pública (passivo caro do governo), como as reservas cambiais (ativo do governo que pouco rendia). Para mitigar o custo fiscal das intervenções cambiais esterilizadas, foram impostos os controles de entrada.

Minha pesquisa com alunos da PUC-Rio sobre o período (Garcia e Barcinski [1998], Garcia e Valpassos [2000], e Carvalho e Garcia [2006], disponíveis na minha página, www.econ.puc-rio.br/mgarcia) demonstrou que tais controles tiveram muito pouco efeito em deter o fluxo de capitais especulativos. A razão principal da ineficácia dos controles de capital é a

sofisticação dos instrumentos financeiros aliada ao fato que se queria então, como se parece querer hoje, deter apenas o capital especulativo, e não todos os capitais. Dada a fungibilidade intrínseca dos fluxos de capitais, é relativamente fácil para instituições financeiras disfarçar fluxos especulativos como fluxos destinados a outros fins, por exemplo, financiamento de exportações ou investimento estrangeiro direto. Dado que hoje exportamos três vezes mais do que há dez anos, há muito mais fluxo de exportação para "abrigar" operações de carry-trade. Ademais, o mercado financeiro é povoado por operadores que se dedicam precisamente a conceber operações de arbitragem de todo tipo. Esperar que o BC pudesse se opor a tal movimento é ingênuo e nocivo, pois faria o BC utilizar seus instrumentos de controle e supervisão, que poderiam ser mais bem usados na prevenção de crimes, na tentativa vã de deter a parte especulativa dos fluxos de capitais.

A forma de refrear a especulação com os juros altos no Brasil é reduzi-los ainda mais. Dado o regime de metas para inflação, a redução ora em curso poderia ser acelerada se políticas de controle de gastos públicos - necessariamente envolvendo a continuidade da reforma da previdência e incentivo ao investimento - como corte de impostos, e reformas trabalhista e tributária - voltassem a constar da agenda do governo. É ilusório pensar que controles de entrada de capitais poderiam ter impacto significativo sobre a taxa de câmbio.

Márcio G. P. Garcia, PhD por Stanford e professor do Departamento de Economia da PUC-Rio, escreve mensalmente às sextas-feiras (<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia>)