

# CONTROLES DE CAPITAIS

## UMA AGENDA DE PESQUISA\*

*Fernando J. Cardim de Carvalho\*\**

**RESUMO** As crises de balanço de pagamentos dos anos 90 serviram para quebrar o consenso que alguns economistas, políticos e instituições multilaterais, como o FMI, buscavam construir em torno da desejabilidade da liberalização completa da conta de capitais em países em desenvolvimento. Argumentos tanto teóricos quanto empíricos foram reexaminados intensamente nos últimos anos da década passada. O debate teórico, em grande medida, aproximou-se de seu esgotamento ao enquadrar a questão dos controles de capitais no problema da regulação financeira em geral. Por outro lado, este tema ainda se ressentia das deficiências da pesquisa empírica em torno da eficácia desses controles. No texto se propõe uma agenda de pesquisa para atacar essas deficiências.

**Palavras-chave:** controles de capitais; crises de balanço de pagamentos

**Código JEL:** F36

### CAPITAL CONTROLS: A RESEARCH PROGRAM

**ABSTRACT** The balance of payments crises of the 90s shattered the consensus that orthodox economists, allied to some politicians and backed by multilateral institutions, such as the IMF, tried to build around the convenience to liberalize capital accounts in developing countries. An intense debate followed the crises, both around theoretical and around empirical arguments. The theoretical debate was practically exhausted when the issue of capital controls was shown to be a variation on the theme of financial regulation. Empirical matters, however, are still treated in a rather deficient way. The paper proposes a research program to advance studies on this matter.

**Key words:** capital controls; balance-of-payments crises

---

\* Artigo recebido em 16 de maio de 2004 e aprovado em 13 de outubro de 2004.

\*\* Professor titular do Instituto de Economia da UFRJ. O autor agradece o apoio do CNPq, os comentários feitos por dois pareceristas anônimos, além das observações feitas pelos participantes do seminário de pesquisas do IE/UFRJ, e-mail: carvalho@ie.ufrj.br

## INTRODUÇÃO

O debate em torno da implementação de controles de capitais (e seu gêmeo, a discussão em torno da desejabilidade da liberalização dos movimentos de capitais por meio da abertura da conta de capitais do balanço de pagamentos), depois de longo período de dormência, foi reavivado na segunda metade da década de 1990. O tema tornou-se particularmente atraente em 1998, com a adoção de controles pelo governo da Malásia, em reação ao aprofundamento da crise de balanço de pagamentos iniciada em fins de 1997. A experiência malaia teve grande impacto não apenas por ter o país recorrido a instrumentos vistos com particular consternação pelos mercados financeiros internacionais (e por governos dos países industrializados, além das instituições financeiras multilaterais, cuja posição é definida por eles), como os controles impeditivos de saída de capitais, mas por representar uma atitude praticamente única na década de 1990: a reversão de processos de liberalização financeira.<sup>1</sup>

Na verdade, a própria crise asiática de 1997 foi atribuída por muitos analistas ao processo de liberalização da conta de capitais que teve lugar na região desde o final dos anos 80, sob pressão de países como os Estados Unidos, cujas instituições financeiras buscavam áreas de expansão, e de instituições como a OCDE e o FMI. É difícil deixar passar a ironia da história em fazer eclodir a crise asiática precisamente quando a diretoria do FMI julgava o processo de liberalização de movimentos de capitais tão consolidado a ponto de justificar propor a seus acionistas a mudança de seus estatutos, que ainda admitem o emprego de controles de capitais, para impedir o uso desses instrumentos no futuro.<sup>2</sup>

A virulência da crise de 1997, que além disso atingia as economias mais bem-sucedidas do mundo em desenvolvimento, forçou a reavaliação de várias idéias que à época haviam se tornado dogmas, inclusive a da desejabilidade da liberalização. O debate não se arrefeceu com a posterior recuperação das economias atingidas, à medida que outros países sofreram graves crises originadas do mesmo fenômeno de fuga de capitais, como a Rússia em 1998 e o Brasil em 1998-1999.

Um resultado desta seqüência de eventos foi, como observado, a ressurreição do interesse da academia pelo estudo dos controles de capitais. Esse interesse não se resumiu, na verdade, à academia. É possível argumentar

que ele tenha sido até maior no âmbito das instituições que defendiam o prosseguimento da liberalização, como o FMI. Essa onda recente de debates permitiu, de fato, que o tema se tornasse muito melhor conhecido do que até poucos anos atrás, em que, aparentemente, a maioria dos economistas se sentia confortável com a repetição de *slogans* a respeito da eficiência dos mercados. Por outro lado, o próprio volume de pesquisa e reflexão na área de certa forma convida a que se faça algum tipo de balanço que permita identificar os problemas ainda pendentes, hierarquizá-los e planejar seu ataque. Este texto é uma tentativa nesta direção. O intuito do autor não é oferecer mais uma *survey* dos trabalhos na área. Como se indicará mais adiante, há vários bons levantamentos da literatura atualmente disponíveis. Contudo, a meta da maioria desses levantamentos é analisar o que já foi feito. Este trabalho tenta sugerir o que ainda falta fazer, isto é, identificar temas cuja exploração adicional deveria se constituir no objeto da pesquisa sobre controles de capitais. Na seção seguinte, elaboramos com mais profundidade o impacto da experiência malaia na renovação do interesse na pesquisa em torno dos controles. As seções 2 e 3 apresentam o objeto central deste trabalho, a identificação das fronteiras de pesquisa, inicialmente em termos da teoria econômica envolvida, e na seção 3 em termos de pesquisa empírica sobre a eficácia de controles. A seção 4 apresenta as conclusões do trabalho.

## **1. A RESSURREIÇÃO DOS CONTROLES DE CAPITALS COMO TEMA DE DEBATE**

A experiência malaia, por muito importante que seja, não foi certamente inédita. Na verdade, o processo de desmonte de controles de capitais na Europa ocidental, no pós-guerra, foi marcado precisamente pela sua irregularidade. Repetidamente, países europeus viam-se obrigados a reintroduzir controles anteriormente abandonados, seja para recuperar sua autonomia de decisão mediante variáveis como taxas de juros domésticas ou taxas de câmbio, seja para amenizar os efeitos de fugas de capitais em períodos de crises de balanço de pagamentos.<sup>3</sup> Apenas a partir da década de 1980, ou mesmo no início dos anos 90, para alguns países retardatários, a liberalização das contas de capitais assume o caráter de irreversibilidade que dominou a década passada, e que ainda persiste atualmente.<sup>4</sup> Em muitos casos,

contudo, a eliminação de controles nos países desenvolvidos não foi total. Muitos mantiveram instrumentos indiretos ou mesmo informais de controles, pelos quais é possível a um país impedir que certas transações sejam completadas, de forma semelhante ao papel exercido, na liberalização comercial, por instrumentos como controles de saúde, medidas antidumping etc.<sup>5</sup> Além disso, a escolha definitiva por liberalização se deu, em grau decisivo, por força de acordos e compromissos internacionais, como, especialmente, os adotados no contexto da criação da União Européia e, em menor grau, os da OECD.

Países em desenvolvimento aderiram ao processo de liberalização mais tardiamente e com mais hesitações. Vários países de importância estratégica, notadamente China e Índia, mantiveram controles extensivos, embarcando em processos extremamente lentos e cautelosos de liberalização. Outros, como o Brasil, escolheram um caminho mais informal, o do relaxamento amplo da aplicação de restrições, mais do que sua completa eliminação formal.<sup>6</sup> É notável, contudo, que, nos anos 90, tanto em países industrializados quanto na maioria dos países em desenvolvimento, o processo de liberalização não tenha sofrido em geral reversões, nem mesmo em resultado às graves crises de balanço de pagamentos que se sucedem a partir da crise mexicana de 1995. Este fato tem chamado a atenção especialmente das instituições que assumiram como missão a disseminação da abertura financeira, como é o caso particularmente do FMI. A importância dessa disposição demonstrada por quase todos os países — inclusive os que sofreram crises mais ou menos profundas — de manter o caminho da liberalização (inclusive o Brasil do governo Lula) é política, já que dá substância ao argumento de que a persistência na liberalização é prova empírica dos benefícios que esta oferece aos que a implementam.<sup>7</sup>

É neste contexto que a experiência malaia assumiu importância. Em primeiro lugar, pela quebra do coro dos contentes por parte de um país que era bem considerado pelos mercados internacionais. Neste sentido, o mau comportamento da Rússia em 1998 teria tido menos importância para o debate sobre controles do que o caso malaio. A Rússia de Yeltsin era universalmente reconhecida como um estado marginal (o que os americanos denominam *rogue state*, em termos econômicos). O aparelho de Estado era visto como controlado por grupos que ocupavam a fronteira da legalidade, a ca-

pacidade de arrecadação fiscal do Estado era julgada nula, a eficiência de sua economia completamente perdida. O atrativo da economia russa para o mercado se resumia à sua importância residual como potência militar, o que levava credores a esperar que o país sempre pudesse contar com a disposição favorável do Ocidente. A surpresa da crise de 1998 não foi a completa quebra da legalidade representada pelo repúdio do governo russo de sua dívida, mas a decisão dos países desenvolvidos de cortar as linhas de resgate que até então sustentavam um regime irremediavelmente corrompido.

A Malásia, em contraste, era um dos tigres asiáticos, exemplo de sucesso, de visão estratégica e, economicamente, de aproveitamento das oportunidades que a integração comercial e financeira internacional poderia abrir. O impacto simbólico (e político) da ruptura malaia, ao aceitar o papel de ovelha negra da comunidade financeira internacional, era muito superior ao da Rússia, de quem nada se esperava senão a chance de divisão dos seus despojos. Neste quadro, a decisão malaia de interromper a liberalização pela imposição de rígidos controles de capitais, desafiando o FMI e seus patrocinadores, tornou-se, instantaneamente, um tema central de pesquisa neste campo.

Mas a Malásia tornou-se um caso privilegiado de estudo da eficiência de controles também pelo aparente sucesso destes. É matéria de debate, ainda, se os controles permitiram ao país trilhar um caminho de recuperação superior ao de países como a Coreia ou Tailândia, que se mantiveram no caminho virtuoso da liberalização, sob a tutela do Fundo. Certamente, no entanto, não está aberto a dúvidas o fato de que as negras previsões feitas quando da adoção de controles, de que o país se tornaria um pária internacional, foram total e inteiramente desmentidas, inclusive pelo próprio mercado financeiro, que voltou a despejar recursos maciços na Malásia.<sup>8</sup>

A experiência malaia, assim, serviu para reavivar o interesse no debate em torno da implementação de controles e da liberalização da conta de capitais. A passagem do tempo e a consolidação da percepção de que o desastre anunciado não se concretizaria naquele país (na verdade, deu-se bem o contrário, ainda que também não se possa simplesmente atribuir o sucesso da recuperação malaia à adoção de controles), bem como a continuidade da sucessão de crises nos países que persistiam no caminho da liberalização deram novo alento ao estudo do papel dos controles de capital. Talvez até

mesmo pela violência da intervenção malaiia, adotando controles de saída de capitais, os mais temidos pelos mercados, houve uma revalorização de experiências mais brandas, como o uso de controles de entrada, como no caso chileno. Muito embora liberais mais empedernidos continuassem insistindo na inutilidade desses instrumentos, o Chile passou a oferecer uma saída intermediária à adoção de controles rígidos como os malaios e a completa abertura, como defendida até os últimos anos da década pelo FMI. Criou-se uma espécie de dicotomia entre controles “bons”, como os chilenos (que desestimulam a entrada de capitais com características indesejáveis, como, por exemplo, o curto tempo de permanência), e os “maus”, que controlam saídas de capitais ou que distorcem, de alguma maneira, a operação dos mercados. Após longo período de adesão ao princípio da liberalização completa (que chegou a promover oficialmente, com a decisão da Assembléia de Hong Kong, em 1997, de emendar os estatutos da entidade para impor aos associados a convertibilidade da conta de capitais, expressão que denomina a liberalização da conta de capitais), o FMI, mais recentemente, passou a flertar de modo mais ou menos aberto com controles do tipo chileno, pelo menos para aqueles países que ainda não estivessem prontos para a liberalização completa, que permanece sendo vista como ideal a longo prazo.<sup>9</sup>

Examinando-se a volumosa literatura publicada na década de 1990 com o debate em torno da desejabilidade ou não de controles de capitais, verifica-se que o debate acadêmico sobre o tema amadureceu rapidamente. Atualmente há amplas áreas onde não foi possível atingir consensos; as linhas divisórias entre as posições divergentes são tão claras a ponto de tornar debates adicionais relativamente pouco produtivos. Por outro lado, o próprio amadurecimento de áreas importantes deste campo torna importante identificar o que resta a ser explorado, para que esforços de pesquisa e reflexão na área não sejam desperdiçados em trabalhos redundantes.

## 2. A FRONTEIRA TEÓRICA

O debate teórico sobre o tema “liberalização *versus* controles” é o que está mais evidentemente próximo do esgotamento. Em particular, a convergência de argumentos teóricos para duas posições polares, uma em torno da

hipótese de mercados eficientes (HME), outra em torno da hipótese de mercados imperfeitos (HMI), praticamente esgotou as possibilidades de discussão teórica do tema, enquadrando-o em debates mais gerais e mais consolidados na teoria econômica.<sup>10</sup>

O passo mais importante nesta direção foi dado pela percepção de que, do ponto de vista teórico, a especificidade do tema liberalização *versus* controles é secundária. A discussão central gira em torno da capacidade dos mercados de produzir, espontaneamente, posições de equilíbrio satisfatórias, do ponto de vista de eficiência alocativa. A HME propõe precisamente que os mercados têm essa capacidade e que intervenções externas ao mercado (como a de organismos controladores) só podem ser danosas e diminuir o bem-estar da sociedade. Este argumento não é formulado para contas de capital especificamente, mas para mercados financeiros em geral. Talvez o maior progresso, do ponto de vista teórico, do debate dos últimos anos sobre controles tenha sido a percepção de que a mesma discussão teórica em torno da necessidade de regulação e supervisão financeiras se aplica à questão dos controles. Se os mercados não forem eficientes na promoção de equilíbrios financeiros domésticos, também não haverá razão para que o sejam na promoção de equilíbrios de movimentos internacionais de capitais.

Esta última é, teoricamente, a posição dos defensores de controles. Esta visão é apoiada em alguma versão da HMI. Mercados incompletos, assimetrias de informação, incertezas (no sentido Keynes/Knight) são possíveis razões por que os mercados financeiros não são eficientes no sentido da HME. Como no caso anterior, as mesmas razões que justificam a intervenção nos mercados financeiros domésticos justificam a existência de restrições à livre circulação internacional de capitais. A consideração do comportamento das contas de capital introduz uma variável adicional à discussão sobre sistemas financeiros domésticos, que é o papel da taxa de câmbio. Do ponto de vista teórico, contudo, isto não significa que os modelos desenvolvidos para o exame de economias domésticas se tornem inválidos. Torna-se apenas necessário distinguir o comportamento de mais um componente dos preços relativos: a taxa de câmbio. É precisamente o mesmo impacto, por exemplo, que a consideração de diferentes estados de natureza teve sobre modelos de equilíbrio geral: bens e serviços eram distinguidos por suas características físicas (um sorvete é um bem diferente de um guarda-chuva),

por sua localização (espacial e temporal, onde e quando o sorvete e o guarda-chuva estarão disponíveis) e pelo contexto em que seu consumo se daria (estado de natureza, se o tempo estará bom ou chuvoso, por exemplo). A dificuldade teórica de absorver a taxa de câmbio em um modelo de operação de um mercado financeiro não é diferente da envolvida na consideração de maturidades diferentes, ou colaterais específicos etc.

Há algum tempo as linhas de oposição, no debate em torno da eficiência dos mercados financeiros, estão definidas entre o campo da HME e o da HMI.<sup>11</sup> No caso de controles de capital, o debate teórico atingiu o mesmo ponto. Enquadrado o tema mais específico no campo mais geral, o da eficiência dos mercados, fica praticamente eliminada a especificidade dos controles *versus* liberalização enquanto tema específico de reflexão teórica. É neste sentido que se pode dizer ser esta a área que mais amadureceu neste campo, fazendo esperar que o prosseguimento do investimento de esforços nesta área seja relativamente pouco produtivo, pelo menos até que, eventualmente, os termos do debate mais amplo sejam redefinidos.

### 3. A FRONTEIRA EMPÍRICA

É no debate empírico que se abrem, no momento, as maiores oportunidades de aprofundamento do tema. Controles de capitais são instrumentos de intervenção no funcionamento dos mercados. Assim, sua eventual utilização depende não apenas da existência de problemas que exijam intervenção (o que é o cerne do debate *teórico*, como sugerido acima), mas também do cálculo dos custos e benefícios que acompanham sua implementação por meio de conjuntos de instrumentos específicos. Em outras palavras, mesmo que pudesse ser demonstrada, para além de qualquer dúvida teórica relevante, a existência de falhas de mercado que, em abstrato, pudessem ser corrigidas pela intervenção, ainda restaria como tema relevante o exame de se os instrumentos efetivamente existentes de controle estariam à altura dessa tarefa. A mera identificação de falhas de mercado não é suficiente para justificar a intervenção, já que esta, se feita por meio de instrumentos inadequados, pode acabar por agravar mais do que melhorar a situação.

É exatamente acerca deste último tema que as perspectivas do trabalho de investigação empírica sobre controles são mais promissoras. Três con-



juntos de problemas saltam à vista como mais urgentes. O primeiro deles é o próprio mapeamento dos instrumentos de intervenção sobre as operações financeiras com o exterior efetivamente disponíveis que devam ser considerados como controles de capitais. Considera-se, numa acepção ampla, como elementos do arsenal de controles três conjuntos de instrumentos: (1) controles administrativos, consistindo de medidas de restrição quantitativa (total ou parcial) direta a certos tipos de fluxos de capital, de acordo com a origem, maturidade, destinação etc.; (2) indutores de mercado, referindo-se aqui a medidas como a aplicação de impostos a certos tipos de operações, constituição de depósitos compulsórios etc.; (3) instrumentos de regulação financeira, como imposição de limites sobre posições cambiais em aberto nos bancos, ou restrições sobre a capacidade de endividamento externo de empresas, e assim por diante.

A dificuldade de conceituação adequada dos instrumentos a serem considerados controles de capitais está na possibilidade, muito freqüente, de que muitos deles sejam usados para múltiplos propósitos. Deste modo, especialmente no segundo e no terceiro conjuntos, a lógica de utilização de instrumentos pode estar apenas secundariamente apoiada na restrição a movimentos de capitais. Por outro lado, certos instrumentos podem acabar se tornando controles de capitais, ainda que tenham sido implementados originalmente com vistas ao controle de outras variáveis. Por exemplo, restrições sobre investimentos externos de fundos domésticos de pensão são normalmente explicadas mais pela preocupação com a segurança deste tipo de aplicação financeira (voltada para garantir a renda de aposentados) do que por preocupações com a saída de capitais. Este certamente é o caso das restrições feitas aos fundos americanos de pensão, que só podem investir em devedores de *rating* de crédito adequado. Tais medidas, embora explicáveis por razões independentes do balanço de pagamentos, acabam tendo efeitos potencialmente importantes sobre este. Eventualmente, pode emergir um conflito entre as causas anunciadas para a adoção de um instrumento e suas razões reais. É bem possível que restrições feitas a investimentos externos de fundos de pensão em países como o Brasil tenham o intuito de impedir saídas de capitais (como ocorreu no Chile, durante algum tempo depois que fundos de pensão foram criados), apesar de que a justificativa pública para a imposição desses limites seja defender padrões prudentes de investimento por parte desses fundos.

Ao mapeamento adequado do universo de controles de capitais, incluindo os instrumentos que têm impactos indiretos (ou colaterais) sobre a conta de capitais, corresponde a igual necessidade de mapeamento dos objetivos desses controles. A pesquisa empírica em torno da eficiência de controles esbarra freqüentemente não apenas na dificuldade de definir quais medidas de controle devem ser o foco de atenção, mas também na dificuldade em se trabalhar com a diversidade de objetivos que podem ser perseguidos por esses meios. Talvez a maioria dos trabalhos empíricos sobre a eficácia de controles esteja voltada para a mensuração da relação entre a adoção de controles (ou, igualmente, o grau de liberalização da conta de capitais) e o crescimento econômico.<sup>12</sup> Certamente, as conseqüências da adoção de controles (ou, na verdade, de qualquer outro instrumento de política ou de regulação) sobre o nível de atividade de uma economia são o tema mais importante, implícita ou explicitamente, de qualquer investigação desta natureza. Mas controles são raramente introduzidos com vistas diretamente a aumentar o nível de emprego ou a taxa de crescimento de uma economia. Seu impacto sobre estas últimas variáveis é quase sempre indireto. Assim, uma área de investigação empírica promissora neste campo é exatamente a identificação das metas tanto imediatas quanto mediatas (isto é, em termos de objetivos últimos, como a aceleração do crescimento econômico) e o mapeamento das relações entre estas e os tipos de controles introduzidos. Assim, por exemplo, tem-se uma certa diversidade de objetivos imediatos a justificar a adoção de controles, como a redução da volatilidade de câmbio, o aumento da autonomia na fixação de taxas de juros domésticas, a amenização de crises de balanço de pagamentos (por meio da detenção de fugas de capitais) etc. Algumas formas de controles podem ser mais ou menos eficazes dependendo do objetivo imediato a ser perseguido. Do mesmo modo, os canais pelos quais essas metas afetam os objetivos últimos de alcance de níveis elevados de produção, emprego e bem-estar devem ser também estabelecidos, para que a eficácia última dos controles possa ser adequadamente avaliada. A realização de pesquisas que informem o quadro amplo é uma necessidade urgente. Algumas investigações voltam-se apenas para a relação entre instrumentos e um conjunto de metas imediatas, que nem sempre são, evidentemente, aquelas que inspiraram a adoção dos controles. Muitas vezes, há inclusive um grau elevado de incerteza sobre as metas imediatas da adoção dos con-

troles (como é o caso chileno, em que se argumenta que os controles empregados nos anos 80 destinavam-se a diminuir a volatilidade dos fluxos de capitais, privilegiando capitais de permanência mais durável, ou então em que a meta era impedir a apreciação do câmbio em face das políticas de estabilização de preços adotadas etc.). A escolha das metas em termos das quais a mensuração da eficácia dos controles é feita ainda é marcada pelo arbítrio e pela subjetividade de cada pesquisador, o que demonstra estar o trabalho de investigação neste campo em estágio ainda relativamente atrasado. Um melhor esclarecimento da seqüência controles → metas imediatas → metas últimas ainda é uma demanda importante, nos seus aspectos teóricos e, sobretudo, nos aspectos empíricos.

Questão que tem se mostrado intratável até o presente é a adequada mensuração do grau de controle efetivo da conta de capitais resultante da adoção de controles. No entanto, este parece ser um problema insolúvel. Três tipos de medidas têm sido empregados: (1) o número de restrições impostas a transações financeiras com o exterior; (2) a intensidade das restrições; e (3) medidas de fluxos de capitais.

A primeira medida é a mais comum, inclusive por se beneficiar do levantamento sistemático dos controles empregados feito anualmente pelo FMI junto a seus membros. As limitações do levantamento são conhecidas. As medidas listadas referem-se apenas a restrições sobre a saída de capitais de residentes, o que leva à subestimação do grau em que controles são efetivamente empregados. Em segundo lugar, uma listagem de medidas é sensível à abrangência dos instrumentos ou à existência de uma hierarquia entre esses instrumentos. Nem todas as medidas têm igual importância como forma de controle, e mesma esta importância pode variar conforme a meta que cada país persiga. Uma terceira limitação, talvez a mais importante, diz respeito à intensidade com que os controles são implementados. O Brasil mesmo é um exemplo claro da possibilidade de que restrições formalmente em vigor sejam praticamente ignoradas pelas autoridades. A existência de textos legais nada diz a respeito da capacidade (ou mesmo da vontade política) de aplicá-los.

Medidas que captassem também a extensão e a intensidade com que os controles são efetivamente aplicados seriam as ideais. No entanto, isto só é possível, por enquanto, nos estudos de casos nacionais individuais, onde se

pode trabalhar com informações adicionais, qualitativas e idiossincráticas, em sua natureza, a respeito da implementação de regulações. O inevitável grau de subjetividade envolvido na quantificação de informações de natureza qualitativa é também uma limitação importante.

A terceira forma de medida é também bastante insatisfatória, concentrando-se nos *resultados* da aplicação de controles. Os investigadores que utilizam esta medida assumem, em geral, que o volume de fluxos de capitais efetivamente verificados informa melhor sobre a aplicação de controles do que as intenções dos controladores e os instrumentos formalmente à sua disposição. Naturalmente, a maior limitação desta medida é que os fluxos não dependem apenas dos países receptores, mas também do interesse dos investidores. A China mantém controles extensivos de capitais e, no entanto, a disputa por posições no mercado chinês entre investidores internacionais faz com que os fluxos de capitais para aquele país sejam, de qualquer forma, formidáveis. Além disso, muitos controles, como mencionado acima, não se destinam a proibir fluxos de capitais e, na maioria das vezes, nem mesmo a restringir os fluxos *totais* de recursos, buscando, ao contrário, coibir aquelas formas de aplicação que sejam consideradas indesejáveis. Assim, controles podem ser extremamente efetivos em impedir, por exemplo, a entrada de capitais voláteis, ao mesmo tempo em que permitem a entrada de grande volume de recursos de longo prazo.

Deste modo, a mensuração adequada da influência de controles de capitais continua sendo uma área de investigação empírica importante, ainda que as perspectivas de desenvolvimento de medidas mais adequadas se mostrem cada vez menos promissoras.

Dentre os problemas que ainda se mantêm na fronteira da investigação neste campo, certamente o que oferece maiores possibilidades aos pesquisadores e poderá ter importância maior neste debate refere-se ao impacto das inovações financeiras dos últimos 20 a 30 anos sobre a possibilidade de efetivamente se controlar o desempenho da conta de capitais. Com efeito, uma das afirmações mais comuns em textos tanto teóricos quanto empíricos a respeito de controles é a de que as inovações introduzidas no mercado financeiro no período recente teriam reduzido de tal forma a capacidade de monitoração e o controle dos fluxos de capitais por parte das autoridades

que restrições a esses fluxos teriam se tornado inócuas. Esta asserção, no entanto, deve ser tomada como expressão de fé, mais do que a conclusão de uma investigação dos canais de evasão efetivamente abertos pelas inovações. Na verdade, mesmo a especificação de quais inovações teriam eliminado a capacidade de controle dos governos locais raramente é oferecida. Os investigadores limitam-se a repetir a afirmação, algumas vezes sugerindo que isso se deve aos progressos da informática e da comunicação, outras que se deve ao desenvolvimento do mercado de derivativos. A validade da afirmação passa a ser estabelecida simplesmente pela sua repetição, tornando-se uma convenção, mais do que uma hipótese examinada cientificamente. Aparentemente, todos tomam como confirmação da hipótese o simples fato de que tantos outros nela acreditam, quando, na verdade, o que pode estar ocorrendo é simplesmente a digestão acrítica de algo que simplesmente corresponde aos preconceitos daqueles predispostos a aceitar a idéia de que os mercados são sempre incontroláveis, e que este não seria diferente.

#### 4. CONCLUSÃO

Esta sumaríssima *survey* da produção recente de trabalhos sobre controles de capitais é possível porque, em muitos aspectos, o debate em torno do tema convergiu para algumas proposições que, se não chegam a ser consensuais, são capazes de polarizar de forma quase exaustiva as posições em confronto. Assim, do ponto de vista da teoria econômica mais abstrata, propusemos que há relativamente pouco a ser explorado. A absorção desse debate no tema mais geral da adequação da supervisão e da regulação financeiras — onde a hipótese dos mercados eficientes e a hipótese dos mercados imperfeitos dominam o cenário — praticamente esgotou as discussões em torno das condições em que controles de capitais podem ou não ser positivos para uma economia.

Se o campo teórico oferece poucas possibilidades de prosseguimento de investigações mais frutíferas, o campo empírico ainda é rico em problemas merecedores da atenção de pesquisadores. Dentre estes, destacamos quatro. O primeiro deles refere-se à própria delimitação dos instrumentos que devem ser considerados controles de capitais. Neste caso, é particularmente importante distinguir-se entre aqueles destinados explicitamente a influen-

ciar movimentos da conta de capitais dos que afetam o desempenho desta conta lateralmente.

A segunda área promissora para pesquisas é o mapeamento dos canais pelos quais controles de capitais influenciam as metas imediatas que lhes dão origem e as metas últimas da sociedade, como o crescimento e o pleno emprego. A terceira área — onde, contudo, os progressos podem ser marginais a despeito da amplitude do problema — diz respeito à própria mensuração das restrições representadas pela existência de controles de capitais. Apesar da gravidade do problema, as perspectivas de investigação não são muito promissoras, já que as medidas correntemente utilizadas vêm sendo empregadas há muito tempo e não há clareza a respeito de como elas poderiam ser melhoradas, apesar da enorme importância de que se reveste o problema.

Finalmente, a quarta área é talvez onde exista o maior espaço para um trabalho frutífero de investigação, focalizando a relação inovação financeira/possibilidade de controles. Tornou-se praticamente uma convenção, especialmente entre os críticos dos controles, a noção de que as inovações financeiras introduzidas no passado recente inviabilizaram os controles de capital, ao criar canais de evasão sobre os quais as autoridades não têm qualquer capacidade de influência. Esta é uma afirmação de natureza empírica que, no entanto, é sempre apresentada despida de qualquer evidência, como se o som da frase fosse suficiente para estabelecer a validade de seu conteúdo. A identificação das inovações financeiras relevantes e a investigação do impacto que têm sobre as possibilidades de controle, bem como o exame de variantes instrumentais que pudessem se contrapor a essas inovações constituem, provavelmente, o campo mais promissor de investigação sobre a desejabilidade e a eficácia de controles de capitais.

#### NOTAS

1. Movimentos de liberalização já haviam sido iniciados e revertidos antes, mas não na década de 1990.
2. A direção do Fundo apresentou aos acionistas, na assembléia anual realizada em Hong Kong, a proposta de modificação do artigo VI dos seus estatutos, que admitem o uso de controles, de modo a estabelecer a conversibilidade da conta de capitais, o que, na linguagem do Fundo, significa precisamente o compromisso de remoção de barreiras à movimentação de capitais para dentro e para fora do país.

3. Dois excelentes trabalhos que descrevem e avaliam o processo de liberalização da conta de capitais em países avançados são Wyplosz (2001) e Bakker e Chapple (2002).
4. A visão acadêmica convencional desse tema é sintetizada por Franco e Pinho Neto (2003): “O desdém que a profissão [de economistas] reserva à regulação cambial nada tem de accidental; reflete postura proverbial de economistas (e que não se pretende de modo nenhum atacar) diante de interferências administrativas na operação da lei da oferta e da procura, sempre fadadas ao fracasso na exata medida em que procuram desafiar os veredictos que o mercado produziria em seu funcionamento regular.”
5. O desconforto de alguns com essas zonas de sombra — a manutenção de instrumentos que na prática operam como controles, mas são justificados por outras razões, como o controle de atividades criminais de lavagem de dinheiro ou a necessidade de regular as posições de risco de instituições financeiras com relação a descasamentos de moedas em seus balanços — é expresso no mesmo trabalho de Franco e Pinho Neto.
6. A “informalidade” com que o processo de liberalização da movimentação de capitais foi efetuado no Brasil é objeto de avaliações radicalmente diferentes por Franco e Pinho Neto (2003), favoráveis, e Pereira (2004), desfavorável. O que os dois trabalhos demonstram ser inegável, de qualquer forma, é que a liberalização não se deu pela *mudança* da legislação restritiva, que assim permanece, mas pela decisão do Banco Central do Brasil de não aplicá-la.
7. Dentre muitas referências possíveis à literatura, a seguinte é um exemplo comum: “Despite experiences with serious financial crises in a number of cases, the decisions of many countries to proceed with financial liberalization are important evidence that such liberalization, including capital account liberalization, is generally beneficial when carried out under appropriate safeguards.” Eichengreen, Mussa *et al.* (1998).
8. A avaliação mais decididamente positiva da eficiência dos controles malaios é oferecida em Kaplan e Rodrik (2001). Nas referências bibliográficas ao final do trabalho de Kaplan e Rodrik constam trabalhos mais críticos da experiência.
9. Veja-se Eichengreen, Mussa *et al.*, *op. cit.* p. 10-11.
10. Este tema é desenvolvido em Carvalho e Sicsú (2004), Eichengreen, Mussa *et alii* (1998) e Kaminsky e Schmukler (2001).
11. Introduções “populares” a cada uma das duas hipóteses são oferecidas em Malkiel (1973) e Shiller (2000).
12. A funcionalidade da adoção de controles de capitais para a sustentação do crescimento econômico tornou-se certamente o tema prioritário de pesquisa após os países industrializados terem completado seu ciclo de liberalização. Restrições a movimentos de capitais são hoje características de países em desenvolvimento e por isso a preocupação com o grau em que estas restrições afetam o crescimento econômico tornou-se a questão empírica central da análise macroeconômica da liberalização da conta de capitais. O grande número de trabalhos nesta área deu origem ao ótimo levantamento feito por Prasad, Rogoff, Wei e Kose (2003). Excelentes estudos são também Edison, Klein, Ricci e Slok (2002) e Edison, Levine, Ricci e Slok (2002).

**REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

- BAKKER, A, CHAPPLE, B. (2002) *Advanced Country Experiences with Capital Account Liberalization*. Occasional Paper 214. Washington: International Monetary Fund.
- CARVALHO, F., SICSÚ, J. (2004) "Controvérsias recentes sobre controles de capitais". *Revista de Economia Política*, 24 (2), abr.-jun.
- EDISON, H., KLEIN, M., RICCI, L., SLOK, T. (2002) *Capital Account Liberalization and Economic Performance: survey and synthesis*. IMF WP/02/120.
- , LEVINE, R., ——— (2002) *International Financial Integration and Economic Growth*. IMF WP/02/145.
- EICHENGREEN, B., MUSSA, M. *et al.* (1998) *Capital Account Liberalization. Theoretical and Practical Aspects*. Occasional Paper 172. Washington: International Monetary Fund.
- FRANCO, G., PINHO NETO, D. M. (2003) "A desregulamentação da conta de capitais: limitações macroeconômicas e regulatórias", dezembro ([www.econ.puc-rio.br/gfranco/BMF\\_desregulamentação\\_cambial.htm](http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/BMF_desregulamentação_cambial.htm)).
- KAMINSKY, G., SCHMUKLER, S. (2001) "Short and long-run integration: do capital controls matter?" ([home.gwu.edu/%7Egraciela/HOME-PAGE/RESEARCH-WORK/WORKING-PAPERS/capital-controls.pdf](http://home.gwu.edu/%7Egraciela/HOME-PAGE/RESEARCH-WORK/WORKING-PAPERS/capital-controls.pdf)).
- KAPLAN, E., RODRIK, D. (2001) "Did the Malaysian capital controls work?". NBER Working Paper 8142 ([www.nber.org](http://www.nber.org)).
- MALKIEL, B. (1973) *A Random Walk Down Wall Street*. Nova York: W. W. Norton.
- PEREIRA, R. R. (2004) "Uma manipulação extraordinária". *Reportagem*, V (53), fev. ([www.oficinainforma.com.br](http://www.oficinainforma.com.br)).
- PRASAD, E., ROGOFF, K., WEI, S. KOSE, M. (2003) "Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence", 17 de março ([www.imf.org](http://www.imf.org)).
- SHILLER, R. (2000) *Irrational Exuberance*. Princeton: Princeton University Press.
- WYPLOSZ, C. (2001) "Financial restraints and liberalization in postwar Europe". In.: G. Caprio, P. Honohan e J. Stiglitz (orgs.), *Financial Liberalization, How Far, How Fast*. Cambridge: Cambridge University Press.