

# Autonomia de política econômica, fragilidade externa e equilíbrio do balanço de pagamentos. A teoria econômica dos controles de capitais

---

*José Luís Oreiro*<sup>1</sup>

## **Resumo**

Este artigo tem por objetivo apresentar a *teoria econômica dos controles de capitais*, ou seja, os argumentos de natureza teórica em prol da introdução de controles de capitais em economias emergentes. Nesse contexto, iremos mostrar que a teoria econômica fornece três principais argumentos a favor dos controles de capitais, quais sejam: aumento da autonomia de formulação de política econômica, redução da fragilidade financeira externa e manutenção do equilíbrio intertemporal do balanço de pagamentos. Os críticos da proposta de controles de capitais afirmam, no entanto, que esses benefícios seriam mais do que compensados pelos custos desses controles, na forma de taxas de juros domésticas mais altas, menor acesso aos mercados internacionais de crédito, etc. Esses críticos, contudo, não apresentam evidências de nenhuma natureza que corroborem a hipótese de que os custos dos controles realmente superam os seus benefícios. Dessa forma, a crítica à proposta de controles de capitais em economias emergentes se baseia mais em preconceitos de natureza ideológica do que em argumentos baseados na teoria econômica.

**Palavras-chave:** Controles de capitais; Política econômica; Fragilidade externa.

## **Abstract**

The objective of this article is to present the economic theory of capital controls, that is, the theoretical arguments that favor the introduction of capital controls. In this setting we will argue that economic theory have three main arguments for the introduction of capital controls: to increase the degree of freedom in the formulation of economic policy, to reduce the external financial fragility and to assure the inter-temporal equilibrium of the balance of payments. Critics of capital controls argue that these benefits would be out-weighted by the costs of these controls as, for example, higher levels of domestic interest rates, reduced access to international credit markets and so on. Those critics, however, do not present any kind of evidence to support their arguments. So we can conclude that criticism against the introduction of capital controls in emerging economies are based in ideological arguments rather than on economic theory.

**Key words:** Capital controls, Economic policy, External fragility.

**JEL** E580, E600, F320, F410.

## **Introdução**

A discussão sobre controles de capitais no Brasil tem sido feita, em geral, por um viés ideológico-econômico – argumenta-se, por exemplo, o fato de que a

---

(1) Doutor em Economia/Professor Adjunto do Departamento de Economia da Universidade Federal do Paraná/Pesquisador do CNPq. E-mail: <joreiro@sociais.ufpr.br>. Web-Page: <<http://www.joseluisoreiro.ecn.br>>. O autor agradece os comentários de um parecerista anônimo desta revista. Eventuais falhas remanescentes são, contudo, de minha inteira responsabilidade.

sua adoção representaria uma exclusão dos fluxos de capitais mundiais e, conseqüentemente, dos benefícios do processo de globalização financeira – ou de um viés exclusivamente técnico, que advoga a impossibilidade de uma efetiva implementação de qualquer forma de controles, dada a capacidade de os investidores driblarem as regulamentações estabelecidas (cf. Edwards, 1999). Tal discussão não parece levar em consideração que algumas experiências recentes de controle de capitais lograram – em algum grau – sucesso nos objetivos a serem alcançados em alguns países, como Chile e Malásia, como foi reconhecido por um estudo recente feito por técnicos do FMI (Ariyoshi et al., 2000). Em outras palavras, os argumentos contra a intervenção do Estado nos movimentos de capitais entre fronteiras parecem se apoiar mais em preconceitos de natureza ideológica do que em sólidos argumentos teóricos e empíricos.

Hoje em dia, considerando a instabilidade financeira/cambial típica da experiência mundial recente, mesmo órgãos conservadores, como o FMI, defendem a possibilidade, em certas circunstâncias, do uso temporário de certos tipos de controle de capitais. No próprio *mainstream*, vários economistas têm criticado os benefícios do processo de liberalização financeira (Tobin, 1978; Rodrik, 1998; Stiglitz, 1999, 2000) e defendido a introdução de controle de capitais para aumentar a autonomia da política monetária e reduzir a vulnerabilidade externa das economias emergentes.

No caso brasileiro, a experiência recente de instabilidade cambial, desde a crise asiática, tem revelado as dificuldades de administração das políticas macroeconômicas em um país com elevada dependência de capitais externos, moeda fraca e conta capital aberta. Um novo estilo de política econômica torna-se necessário para criar condições para um crescimento econômico sustentável e financeiramente estável. A adoção de alguns mecanismos de controle de capitais pode ajudar no estabelecimento dessa política, em conjunto com outras políticas.

Nesse contexto, o presente artigo tem por objetivo apresentar a *teoria econômica dos controles de capitais*, ou seja, analisar os argumentos de *natureza teórica* que justificam a adoção de controle de capitais em economias emergentes. Dessa forma, este artigo pretende contribuir para tirar o caráter ideológico que essa discussão tem assumido em países como o Brasil.<sup>2</sup>

As recentes propostas de introdução de controles de capitais nas economias emergentes têm como fundamento teórico a idéia de que a mobilidade (excessiva) de movimentação de capitais de curto prazo gera três tipos de problemas para a gestão macroeconômica desses países, a saber:

**i) Perda de autonomia na condução da política econômica** e, de forma particular, uma redução na capacidade dos Bancos Centrais de conduzirem a

---

(2) A experiência histórica dos países que adotaram controles de capitais, bem como a análise do caso brasileiro sobre o tema em consideração, pode ser obtida em Paula, Oreiro e Jonas (2003) e Oreiro; Paula e Jonas (2004).

política monetária com vistas ao atendimento de objetivos domésticos como, por exemplo, a manutenção de um elevado nível de emprego e a estabilidade da taxa de inflação.

**ii) Aumento da fragilidade externa da economia**, ou seja, uma maior suscetibilidade da mesma à ocorrência de crises do balanço de pagamentos. Num contexto de grande mobilidade de capitais de curto prazo, essas crises podem ocorrer por razões não diretamente relacionadas com a situação da conta de transações correntes do balanço de pagamentos (Calvo, 2001). Em outras palavras, países que possuem pequenos déficits em transações correntes como proporção do PIB – e que, portanto, são *solventes* do ponto de vista externo (Eaton, 1993) – podem se defrontar com uma reversão súbita da entrada de capitais de curto prazo em função de uma mudança das expectativas dos investidores internacionais. Essa mudança de expectativas pode ser induzida por eventos não fundamentais (*sunspots*) ou pode ainda resultar de comportamentos de manada (*herding behavior*) ou do assim chamado efeito contágio.

**iii) Grandes fluxos de entrada de capitais levam a uma apreciação do câmbio real**. Em regimes de câmbio flutuante, um movimento mais forte de entrada de capitais irá resultar numa *apreciação do câmbio nominal*, a qual, em função da rigidez de preços existente nos mercados de bens e serviços, gera uma *apreciação do câmbio real*. Essa apreciação da taxa de câmbio real irá resultar, por sua vez, numa redução das exportações líquidas e, dessa forma, num aumento do déficit em transações correntes. Esse aumento do déficit em transações correntes não só aumenta a dependência da economia com respeito aos fluxos de capitais externos para manter o equilíbrio do balanço de pagamentos – aumentando assim a fragilidade externa dessa economia – como também aumenta o ritmo de acumulação do passivo externo, deteriorando, dessa forma, as condições de sustentabilidade da dívida externa. Em regimes de câmbio fixo, a apreciação do câmbio real é um resultado indireto da expansão monetária provocada pelas operações de compra por parte do Banco Central das divisas em moeda estrangeira que ingressam no país devido a esses fluxos de capitais. Se essa expansão monetária não for eliminada por intermédio de operações de esterilização, e se a economia estiver operando na proximidade da plena utilização da capacidade produtiva, então, os preços domésticos irão subir como conseqüência da maior demanda interna, resultando assim numa apreciação do câmbio real (Neely, 1999).

No que se segue iremos analisar detalhadamente os argumentos apresentados acima, procurando também apresentar – e refutar – as *críticas de natureza teórica* à introdução de controles de capitais.

## 1 Mobilidade de capitais e perda de autonomia da política econômica<sup>3</sup>

A relação entre autonomia da política econômica e mobilidade de capitais foi analisada por vários economistas ao longo dos últimos 30 anos, entre os quais destaca-se James Tobin (1978) pelo seu pioneirismo.<sup>4</sup> O grande problema posto pela mobilidade internacional de capitais de curto prazo, segundo Tobin, é que a mesma reduz dramaticamente a autonomia dos governos para adotar políticas econômicas que sejam apropriadas para as suas respectivas economias. Nas suas palavras:

*“(...) The mobility of financial capital limits viable differences among national interest rates and thus severely restricts the ability of central banks and governments to pursue monetary and fiscal policies appropriate to their internal economies”* (Tobin, 1978, p. 154).

Essa redução de autonomia não é condicional à adoção de nenhum regime cambial específico; em particular, *ela não ocorre apenas no caso do regime de câmbio fixo* – tal como é defendido nos livros-texto de macroeconomia – mas também se verifica no regime de câmbio flutuante. Nesse contexto, o regime cambial adotado é **irrelevante** para a questão da autonomia das políticas econômicas nacionais. Nas suas palavras:

*“I believe that the basic problem today is not the exchange rate regime, whether fixed or floating. Debate on the regime evades and obscures the essential problem. That is the excessive international (...) mobility of private financial capital”* (Tobin, 1978, p. 153).

Essa posição soa incompreensível para a maior parte dos macroeconomistas modernos, os quais foram treinados na tradição do assim chamado *Modelo Mundell-Fleming*, o qual estabelece que, sob câmbio flexível, as autoridades monetárias têm total controle sobre a oferta de moeda ou sobre o nível da taxa doméstica de juros. A maior parte dos macroeconomistas diria que a perda de autonomia da política monetária só seria válida no caso do regime de câmbio fixo, uma vez que a *paridade descoberta da taxa de juros* obriga o Banco Central a fixar a taxa de juros doméstica a um nível equivalente à soma da taxa de juros internacional com o prêmio de risco exigido pelos investidores internacionais para a compra de títulos da dívida soberana desses países. Nesse contexto, o Banco Central não poderia utilizar a taxa de juros como instrumento para promover um aumento do nível de renda e de emprego, pois ele não teria controle sobre a mesma (Romer, 1996, p. 209).

No entanto, Tobin argumenta que a perda de autonomia das políticas econômicas nacionais, em particular da política monetária, se dá também sob o regime de câmbio flexível, pelas seguintes razões.

---

(3) A seção a seguir baseia-se em Oreiro e Rangel (2000).

(4) Podemos citar ainda Davidson (1997); Eichengreen; Tobin e Wyplosz (1997); Stiglitz (2000) e Oreiro e Rangel (2000).

Em primeiro lugar, o efeito que a política monetária tem sobre o nível de produção e de emprego no caso em que prevalecem câmbio flutuante e conversibilidade da conta de capitais se dá pelo efeito que a depreciação do câmbio nominal e real tem sobre o saldo da balança comercial.<sup>5</sup> Entretanto, devido ao *efeito da curva J*, o impacto que a depreciação do câmbio tem sobre a balança comercial é perverso no curtíssimo prazo. Em outras palavras, uma depreciação do câmbio tende inicialmente a reduzir as exportações líquidas e não a aumentá-las, de maneira que ela terá um efeito inicial recessivo sobre o nível de atividade econômica. Tal fato pode incutir nos agentes a idéia de que a depreciação do câmbio não foi grande o suficiente, levando-os a esperar uma nova depreciação. Isso por sua vez levará os especuladores à compra de divisas, o que irá produzir uma efetiva depreciação do câmbio, confirmando as expectativas iniciais. Existe, portanto, a possibilidade de ocorrência de uma bolha especulativa no mercado de câmbio, a qual é gerada por profecias auto-realizáveis. Para evitar essa situação, as autoridades monetárias podem se ver obrigadas a manter altas taxas de juros, o que terá efeitos perversos sobre o nível de emprego.

Em segundo lugar, no regime de câmbio flutuante o saldo da balança comercial pode se tornar um componente importante na determinação da dinâmica da demanda agregada, dependendo do grau de abertura comercial da economia.<sup>6</sup> Entretanto, do ponto de vista da economia mundial como um todo, o estímulo expansionista à demanda agregada em um determinado país impõe um choque deflacionário aos seus parceiros comerciais. Sendo assim, é possível a ocorrência de um círculo vicioso de depreciações competitivas, engendradas por reduções contínuas da taxa de juros em todos os países. Sendo assim, os Bancos Centrais podem se ver obrigados a evitar ou reduzir o uso da taxa de juros como forma de estimular o nível de emprego doméstico.

Em terceiro lugar, os governos não são e nem podem ser indiferentes às variações na taxa (real) de câmbio, uma vez que essas variações têm impacto considerável tanto no nível **macroeconômico** (nível de emprego) como **microeconômico** (competitividade da indústria). Sendo assim, os governos podem e devem realizar intervenções nos mercados de câmbio com o objetivo de impedir flutuações indesejadas no valor da taxa real de câmbio.

Em quarto lugar, não é verdade que o regime de câmbio flexível permita o isolamento das economias domésticas com relação aos choques ocorridos sobre a

---

(5) Em economias com conversibilidade da conta de capitais e câmbio flutuante, o mecanismo de transmissão da política monetária não se dá via juros, mas via variações da taxa de câmbio.

(6) Deve-se observar que o grau de abertura comercial da economia brasileira – medido pela razão entre o fluxo de comércio (exportações + importações) e o PIB – vem aumentando de forma consistente nos últimos cinco anos. Estimando-se o fluxo de comércio para 2004 na ordem de US\$ 150 bilhões e um PIB na ordem de US\$ 450 bilhões, o coeficiente de abertura da economia brasileira se situa em 30%, o que não é um nível baixo para padrões internacionais.

demanda de exportação ou de importação. Isso só irá ocorrer se a *condição de Marshall-Lerner*<sup>7</sup> for atendida, o que é pouco provável de ocorrer no curto prazo.

Por fim, as mesmas operações de arbitragem que limitam a autonomia do Banco Central no regime de câmbio fixo (*paridade descoberta da taxa de juros*) podem também limitá-la no regime de câmbio flutuante. Isso porque nem sempre o Banco Central será capaz de criar expectativas de depreciação cambial que sejam consistentes com a taxa de juros que ele deseja.

Dessa argumentação se segue que, *independentemente do regime cambial adotado pela economia*, a mobilidade de capitais reduz dramaticamente a capacidade dos formuladores de política econômica de direcionarem essa política com vistas ao atendimento de objetivos domésticos como, por exemplo, a manutenção de um elevado nível de emprego.

## 2 Mobilidade de capitais e aumento da fragilidade externa

As crises cambiais ocorridas na Europa (1992-1993) e no Sudeste Asiático (1997-1998) têm levado vários economistas a argumentarem que as mesmas são resultado de *profecias auto-realizáveis*, ou seja, *mudanças autônomas e espontâneas* nas expectativas dos agentes econômicos a respeito da capacidade do país de honrar os seus compromissos externos sem a ocorrência de nenhuma ruptura com o regime de política econômica adotado pelo mesmo. Essa mudança no “humor” dos investidores internacionais acaba por gerar as condições objetivas necessárias para que o país ou se veja obrigado a mudar o seu regime de política econômica (por exemplo, pode forçar o país a abandonar um regime de câmbio fixo, levando-o a adotar um regime de câmbio flutuante) ou acabe por declarar *default* com respeito aos pagamentos de suas obrigações externas. Em ambos os casos, o “pessimismo” dos investidores internacionais seria confirmado pelos fatos observados.

A literatura sobre crises cambiais e profecias auto-realizáveis aponta a existência de dois mecanismos pelos quais uma mudança no “humor” dos agentes econômicos poderia produzir uma crise e a mudança no regime de política econômica. O primeiro mecanismo, enfatizado pelos assim chamados “modelos de segunda geração”, apóia-se na idéia de que o custo de manutenção do regime de câmbio fixo é uma função crescente da expectativa de desvalorização cambial (Krugman, 1997).<sup>8</sup> Isso porque uma expectativa de desvalorização do câmbio irá levar os agentes econômicos, como demandantes de títulos do governo, a exigirem taxas nominais de juros mais altas, as quais incorporam as expectativas de

---

(7) A condição de Marshall-Lerner estabelece que uma desvalorização da taxa real de câmbio só irá resultar num aumento do saldo da balança comercial se a soma das elasticidades câmbio real das exportações e das importações for superior à unidade. A esse respeito, ver Blanchard (1997, cap. 12, p. 248-249).

(8) Os artigos seminais da literatura dos modelos de segunda geração de ataque especulativo são Obstfeld (1986, 1996) e Velasco (1996).

desvalorização do câmbio; além disso, essa expectativa de desvalorização do câmbio irá levar os trabalhadores a exigirem salários nominais mais altos para protegê-los dos efeitos da desvalorização esperada do câmbio sobre os seus salários reais. Essas demandas salariais irão se traduzir em aumento da taxa de inflação. Em qualquer um dos casos, o governo se defrontará com um aumento do custo associado à defesa do câmbio fixo. Se o custo superar o benefício percebido da manutenção do regime cambial, então, o governo será levado a abandonar o mesmo.

Essa classe de modelos de ataque especulativo, embora certamente relevante para explicar a crise do sistema monetário europeu no início dos anos 1990, não estabelece nenhuma relação direta entre mobilidade de capitais de curto prazo e crise do balanço de pagamentos. Essa relação foi estabelecida recentemente por Chang e Velasco (1998) e Rodrik e Velasco (1999), os quais mostram que o acúmulo de um grande passivo externo de curto prazo, resultante de um grande fluxo de entrada de capitais de curto prazo, pode criar as condições necessárias para a ocorrência de uma crise cambial gerada por profecias auto-realizáveis.

A argumentação apresentada por esses autores é inspirada no modelo de *corridas bancárias* desenvolvido por Diamond e Dybig (1983). Nesse modelo, a ocorrência de uma corrida bancária seria plenamente compatível com o comportamento racional (maximizador) dos agentes econômicos. Uma condição necessária para a ocorrência desse fenômeno é a existência de um descasamento de prazos (e liquidez) entre os ativos e os passivos da firma bancária. Em particular, supõe-se que o passivo do banco é constituído por recursos exigíveis a curto prazo (*demand deposits*), ao passo que o ativo do mesmo é constituído por instrumentos com longo prazo de maturidade (*investments*). Nesse contexto, se o banco for obrigado a converter os seus ativos em meio de pagamento antes do término do prazo de maturidade dos mesmos, então, ele irá incorrer numa perda de capital a qual, se suficientemente grande, poderá torná-lo *insolvente*.

O resultado fundamental do modelo Diamond & Dybig é que esse descasamento de prazos permite a obtenção de duas posições de equilíbrio, a saber: um equilíbrio com corrida bancária (equilíbrio ruim) e um equilíbrio sem corrida bancária (equilíbrio bom). No equilíbrio ruim, os depositantes acreditam que o banco não será capaz de cobrir os depósitos dos correntistas de tal forma que ocorre uma *corrida contra o banco* cujo objetivo é sacar os depósitos o mais rapidamente possível antes que o banco seja obrigado a fechar as portas. Dado que os depósitos no banco são ativos exigíveis a curto prazo, o banco, nesse contexto, é obrigado a realizar seus ativos de longa maturação para cobrir a fuga de depósitos. Contudo, a realização antecipada dos mesmos impõe uma grande perda de capital para o banco, fazendo com que o valor dos seus ativos fique menor do que o valor do seu passivo, levando-o à insolvência. Daqui se segue que uma

*expectativa compartilhada* entre os depositantes de que o banco não tem recursos para cobrir todos os depósitos termina por criar as condições objetivas necessárias para que o mesmo se torne insolvente.

Por outro lado, no equilíbrio bom os agentes acreditam que o banco terá recursos suficientes para cobrir os depósitos de todos os correntistas. Dessa forma, os depósitos são mantidos no banco ao longo de todo o período de maturidade dos ativos que foram adquiridos pelo mesmo com os referidos depósitos. Ao final desse prazo de maturidade, o banco realiza esses ativos por um valor igual ao montante de recursos tomados de empréstimo dos correntistas *acrescido* da rentabilidade líquida dos ativos em consideração. Os depósitos são, então, devolvidos aos correntistas e o banco ainda auferir um lucro que remunera o serviço de *transformação de maturidades* realizado pelo mesmo. Nesse contexto, a expectativa compartilhada de que o banco terá recursos suficientes para honrar seus compromissos para com os depositantes gera as condições necessárias para a realização dessa expectativa.

O argumento levantado por Rodrik & Velasco é que o ingresso de capitais de curto prazo numa determinada economia pode gerar um problema similar ao da corrida bancária. Os capitais de curto prazo (empréstimos e aplicações de curto prazo) são semelhantes aos depósitos bancários no que se refere ao prazo de maturidade, ou seja, ambos são exigíveis a curto prazo. Esses capitais são utilizados para o financiamento da aquisição de ativos financeiros (por exemplo, ações) ou da aquisição de ativos reais (por exemplo, imóveis ou *projetos de investimento*). A realização antecipada desses ativos irá resultar numa perda de capital para os seus detentores devido à menor liquidez e/ou ao maior prazo de maturidade dos mesmos. Tal como no caso da corrida bancária, a solvência dos tomadores de recursos de curto prazo depende das expectativas dos investidores internacionais. Se essas expectativas forem otimistas, ou seja, se os investidores acreditarem na capacidade dos tomadores domésticos de honrarem os seus compromissos externos, então, os tomadores poderão carregar as suas posições até o prazo de maturidade de seus ativos. Chegado esse momento, os ativos poderão ser realizados por um valor suficientemente alto para devolver os empréstimos tomados no mercado internacional, efetuar o pagamento de juros devidos pelos mesmos e ainda permitir a obtenção de lucro por parte dos tomadores domésticos.

Contudo, se as expectativas forem pessimistas, isto é, se os investidores internacionais não acreditarem na capacidade dos tomadores domésticos de honrarem os seus compromissos contratuais, então, eles irão exigir o pagamento dos empréstimos no seu prazo de vencimento, negando-se a refinanciar as posições dos tomadores domésticos, ou poderão ainda deixar de renovar as aplicações de curto prazo no momento do vencimento das mesmas. Tal fato irá obrigar os tomadores domésticos a realizarem uma venda antecipada de ativos, gerando uma grande redução em seus preços.

Se o regime cambial prevalecente nessa economia for o *câmbio fixo*, então, a *reversão súbita* dos fluxos de capitais de curto prazo,<sup>9</sup> induzida pelo “pessimismo” dos investidores internacionais, irá gerar uma grande perda de reservas internacionais por parte do Banco Central. Se essa perda for suficientemente grande a tal ponto de reduzir as reservas a um nível crítico, o Banco Central será obrigado a abandonar o sistema de câmbio fixo, ocasionando uma grande desvalorização cambial. A desvalorização da taxa de câmbio irá aumentar o valor em moeda doméstica das obrigações externas dos tomadores domésticos, contribuindo para agravar a situação financeira deles.

Um resultado semelhante seria obtido num regime de *câmbio flutuante*. Com efeito, a reversão súbita dos fluxos de capitais de curto prazo irá resultar numa grande depreciação da taxa nominal de câmbio, aumentando os problemas financeiros dos tomadores domésticos e gerando pressões inflacionárias na economia doméstica devido ao aumento dos preços em moeda doméstica dos bens *tradables* e ao aumento dos custos de produção dos bens *no-tradables* que utilizam insumos importados para a sua produção.

Um aspecto a ser ressaltado é que a *desvalorização* do câmbio advinda da mudança do regime cambial no primeiro caso, ou o forte movimento de *depreciação* do câmbio nominal no regime de câmbio flutuante deverão resultar, no curto prazo, numa *redução do nível de atividade econômica*. Por um lado, o efeito de curto prazo de uma desvalorização/depreciação do câmbio sobre o saldo da balança comercial é *contracionista* devido ao *efeito da curva J*. Daqui se segue que a demanda agregada por bens domésticos irá inicialmente se reduzir como resultado da desvalorização/depreciação da taxa de câmbio.

Por outro lado, a deterioração da posição financeira das empresas domésticas devido à redução do valor de mercado de seus ativos e ao aumento do valor em moeda doméstica das suas obrigações externas irá resultar no fenômeno da “evaporação de crédito” (Calvo, 2001, p. 101-102), ou seja, uma situação na qual o volume disponível de crédito para o financiamento das atividades de rotina das empresas (compra de insumos, pagamento de funcionários, etc.) se reduz drasticamente. Nesse contexto, as empresas serão obrigadas a reduzir o nível de produção devido à escassez de recursos disponíveis para o financiamento de seu capital de giro.

Desse razoado segue-se que uma reversão súbita do fluxo de capitais de curto prazo, motivada por uma mudança nas expectativas dos investidores internacionais quanto à capacidade dos tomadores domésticos de honrarem os seus compromissos contratuais, irá resultar em desvalorização/depreciação da taxa nominal de câmbio, aumento da taxa de inflação e retração do nível de atividade econômica. Daqui se segue que os fluxos de capitais de curto prazo contribuem para aumentar a *fragilidade externa* das economias domésticas à medida que

---

(9) Sobre o assim chamado “efeito parada súbita”, ver Calvo (1998).

mudanças súbitas no “humor” dos investidores internacionais irão resultar numa redução drástica da *performance macroeconômica* desses países.

Como corolário dessa argumentação segue-se que os fluxos de capitais de curto prazo devem ser desencorajados pelos *policy-makers* das economias domésticas. Nas palavras de Rodrik e Velasco:

*“(...) Theory and empirics suggest that policy-makers should keep a watchful eye on the composition of debt and on the ratio of short-term liabilities to liquid-assets. There is a strong case for discouraging short-term inflows during an upswing in the lending cycle”* (1999, p. 61).

A ocorrência da reversão súbita dos fluxos de capitais de curto prazo depende, contudo, da formação de uma “convenção pessimista” entre os investidores internacionais. Em outras palavras, é necessário que um número suficientemente grande de investidores internacionais decida – quase que simultaneamente – reverter os fluxos de entrada de capitais numa determinada economia para que seja, então, possível a ocorrência dos efeitos supra-apresentados. A pergunta relevante é a seguinte: como pode emergir esse “consenso” pessimista entre os investidores internacionais?

A resposta convencional (ortodoxa) a essa pergunta é que esse consenso só pode resultar da adoção de políticas macroeconômicas inconsistentes ou da existência de um sistema financeiro doméstico inadequadamente regulado. Um representante dessa posição ortodoxa é Stanley Fischer, que afirma:

*“The prime need is to avoid policies that can contribute to rapid reversals in capital flows, and to strengthen the structure of the economy so as to minimize vulnerability. Most of what is required of emerging market economies is well known. They should, in particular, pursue sound macroeconomic policies, strengthen their domestic financial systems (...) and provide information to the markets”* (1998, p. 4).

De acordo com Fischer, o risco de reversões súbitas nos fluxos de capitais de curto prazo poderia ser minimizado – ainda que não completamente eliminado – pela adoção de um arcabouço macroeconômico consistente, o qual englobaria, por exemplo, inflação baixa, equilíbrio no orçamento do governo e baixo déficit em transações correntes (Fischer, 1998, p. 4).

A crítica que pode ser feita a essa explicação a respeito do surgimento de um consenso pessimista é de natureza empírica. Com efeito, vários países do Sudeste Asiático (Indonésia, Malásia, Tailândia, Filipinas e Coreia do Sul) vivenciaram um movimento de reversão súbita nos fluxos de capitais de curto prazo em 1997.<sup>10</sup> Contudo, esses países apresentavam superávit ou equilíbrio nas contas fiscais do governo central e baixas taxas de inflação (Radelet; Sachs, 2001, p. 143). Sendo assim, a tese de que a mudança no “humor” dos investidores

---

(10) Essas cinco economias tiveram em 1996 um montante de US\$ 93 bilhões a título de entrada líquida de capitais privados. Em 1997, contudo, ocorreu uma saída líquida de capitais privados dessas economias no montante de US\$ 12,1 bilhões, ou seja, uma reversão de mais de US\$ 100 bilhões no fluxo de capitais para os países em consideração (Radelet; Sachs, 2001, p. 129).

internacionais é resultado de políticas macroeconômicas inadequadas não é condizente com a experiência histórica dos países que foram afetados por esse fenômeno.<sup>11</sup>

Uma explicação alternativa está fundamentada na idéia de *contágio* e *comportamento de manada*. Calvo (1999) define *contágio* da seguinte forma:

“*Contagion is defined as a situation in which utility maximizers investors choose not to pay for information that would be relevant for their portfolio decisions – thereby making them susceptible to react to country-specific rumors – or in which investors optimally chooses to mimic arbitrary portfolios*” (p. 2).

O contágio ocorre, portanto, quando os investidores internacionais optam por não coletar informações custosas a respeito dos “fundamentos macroeconômicos” de um determinado país, sendo assim influenciados por “rumores” (fundamentados ou não) a respeito da situação do mesmo. Essa opção pode ser uma decisão racional por parte dos investidores internacionais num contexto em que (i) existe um custo fixo para a obtenção da informação relevante sobre a situação do país, (ii) existem restrições de ordem institucional ou legal à venda de ativos a descoberto (*short selling*) e (iii) existe um número suficientemente grande de países emergentes tidos como “parecidos” por parte dos investidores internacionais. Nessas condições, o investidor racional irá optar por não coletar informações específicas a respeito dos países nos quais está aplicando os seus recursos, pois o benefício (esperado) dessa informação é menor do que o custo necessário para obtê-la.

Isso posto, a ocorrência de algum rumor negativo sobre a situação financeira de um determinado país poderá levar os investidores internacionais a fazerem uma realocação de porta-fólio em nível mundial, na qual os recursos aplicados nos títulos das empresas e do governo desse país sejam reaplicados em títulos considerados mais seguros. Dessa forma, o “consenso pessimista” pode formar-se como resposta à divulgação de algum rumor negativo sobre a economia do país em consideração num contexto em que os investidores internacionais são *deliberadamente ignorantes* a respeito da real situação da mesma. Daqui se segue que eventos não fundamentais (*sunspots*) como rumores podem desencadear uma crise externa de graves conseqüências sobre as economias dos países nos quais não há restrições ao movimento de entrada e saída de capitais de curto prazo.

---

(11) Existe, contudo, suporte na experiência histórica para a hipótese de que a reversão súbita dos fluxos de capitais foi o resultado da percepção, por parte da comunidade financeira internacional, da elevada fragilidade do setor bancário desses países (Krugman, 1998). Essa explicação parece ser particularmente relevante para o caso da Coréia do Sul. Contudo, a existência de sistemas bancários inadequadamente regulados e, portanto, sujeitos ao problema de *moral hazard*, é mais uma razão pela qual os países que se defrontam com essa situação devem procurar desencorajar os fluxos de entrada de capitais de curto prazo. Com efeito, o acesso fácil aos mercados internacionais de capitais aumenta o grau de alavancagem dos bancos domésticos, permitindo que eles realizem um volume muito maior de empréstimos arriscados. Esse problema é reconhecido inclusive pelos defensores da liberalização (convertibilidade) total da conta de capitais (Fischer, 1998), os quais argumentam que os controles de capitais devem ser mantidos enquanto o sistema bancário doméstico não for adequadamente regulado de forma a impedir ou limitar o problema do *moral hazard*.

Um outro elemento que pode induzir a emergência de um consenso pessimista é o assim chamado *comportamento de manada* (*herding behavior*), o qual é definido como uma situação na qual o comportamento de um determinado grupo de agentes é *imitado* por todos os demais agentes (Oreiro, 2000, p. 117).<sup>12</sup> Esse tipo de comportamento pode resultar de dois mecanismos. O primeiro – enfatizado recentemente por Banerjee (1992) – estabelece que “fazer o que todo mundo faz” é uma atitude racional por parte dos indivíduos num contexto em que acreditam que os demais agentes podem ter mais informação que a possuída pelos primeiros.

Nesse contexto, quando um indivíduo se confronta com uma situação na qual um número suficientemente grande de outros agentes toma uma certa decisão (por exemplo, um grupo grande de investidores internacionais decide retirar os seus recursos de um determinado país), ele pode inferir que os mesmos têm alguma informação diferente da que ele possui e, por isso mesmo, estão tomando uma decisão diferente da que ele tomaria se não observasse o comportamento desses agentes. Dessa forma, o indivíduo poderá ser levado a adotar a mesma decisão que foi adotada por aquele grupo de agentes.

O segundo mecanismo – enfatizado por Keynes (1936) e Schafferstein e Stein (1990) – parte do princípio de que existem *ganhos de reputação* associados ao seguimento da opinião média prevalecente no mercado. Tais ganhos são particularmente relevantes num ambiente institucional caracterizado por (i) separação entre a propriedade do capital e a gestão das empresas e (ii) informação assimétrica a respeito da “qualidade média” dos gerentes das empresas.<sup>13</sup>

Nesse ambiente institucional é melhor para os gerentes das empresas “fracassar junto com o mercado do que vencer contra ele” (Keynes, 1936, p. 130). Isso porque tomar uma decisão errada quando a maior parte dos agentes comete o mesmo erro não deverá influenciar a avaliação que o mercado tem a respeito do empresário como tomador de decisões; mas uma decisão errada num contexto em

---

(12) Deve-se atentar para o fato de que “contágio” e “comportamento de manada” não são conceitos idênticos. O contágio ocorre quando os investidores tomam decisões baseadas em “rumores” a respeito de um determinado país, ao passo que o “comportamento de manada” se dá quando a decisão de um investidor é influenciada ou determinada pelo comportamento dos demais investidores. A diferença entre ambos os conceitos é que o contágio pode ocorrer sem que seja necessária a observação do comportamento dos demais investidores por cada investidor considerado individualmente e o “comportamento de manada” pressupõe uma seqüencialidade na decisão dos investidores. Nos termos da *Teoria dos Jogos*, o contágio pode ocorrer num jogo simultâneo, enquanto o “comportamento de manada” só pode se dar num jogo seqüencial.

(13) A associação entre os argumentos apresentados por Keynes no Capítulo 12 da *Teoria geral* e a literatura de informação assimétrica que fundamenta o segundo mecanismo gerador de *comportamento de manada* pode parecer estranha em função da ênfase dada pela literatura pós-keynesiana à distinção entre risco e incerteza. Nesse contexto, devemos ressaltar dois pontos fundamentais. Em primeiro lugar, a argumentação apresentada por Keynes no que se refere à fundamentação do *comportamento de manada* não é *per se* incompatível com a literatura de informação assimétrica. Em segundo lugar, alguns autores pós-keynesianos – como, por exemplo, Dymski (1994) – têm ressaltado a complementaridade analítica entre os conceitos de informação assimétrica e incerteza forte.

que a maior parte dos agentes toma a decisão certa pode parecer aos olhos dos outros indivíduos como um sinal claro e evidente da “incompetência” desse empresário como gestor de negócios.

A relação entre o comportamento de manada e a reversão súbita dos fluxos de capitais de curto prazo para países emergentes foi mostrada recentemente por Calvo (1999). Esse autor mostrou que se os gestores dos fundos de investimento internacional se defrontarem com um *custo de reputação* associado à obtenção de um retorno médio *menor* do que o retorno de um portfólio de referência, mudanças na composição desse portfólio de referência serão imitadas por todos os demais gestores de fundos de investimento. Nesse contexto, uma reversão súbita dos fluxos de capitais de curto prazo para uma determinada economia pode ser causada pela retirada de recursos por parte de um pequeno grupo de investidores internacionais, o qual é visto por todos os demais como sendo o “padrão de referência” para as decisões de composição de portfólio dos fundos de investimento.

Todos esses argumentos apontam inequivocamente para a idéia de que os fluxos de capitais de curto prazo são potencialmente voláteis, no sentido de que a ocorrência de eventos não fundamentais como rumores ou a mudança de opinião por parte de um pequeno grupo de investidores a respeito da rentabilidade das aplicações numa determinada economia pode gerar grandes fluxos de saída de capitais, os quais têm efeitos devastadores sobre a performance macroeconômica dos países afetados por esse fenômeno.

### **3 Fluxos de capitais, apreciação do câmbio real e desequilíbrio em transações correntes**

Um terceiro problema associado aos fluxos de capitais de curto prazo está relacionado com os efeitos desses fluxos sobre a taxa real de câmbio e, por conseguinte, sobre o saldo em transações correntes do balanço de pagamentos. Em regimes de câmbio flutuante, um movimento mais intenso de entrada de capitais de curto prazo irá resultar numa *apreciação do câmbio nominal*. Em função da rigidez de curto prazo dos preços domésticos e internacionais, essa apreciação do câmbio nominal será acompanhada por uma apreciação do câmbio real, levando a uma deterioração do saldo em transações correntes do país que estiver absorvendo esses fluxos.

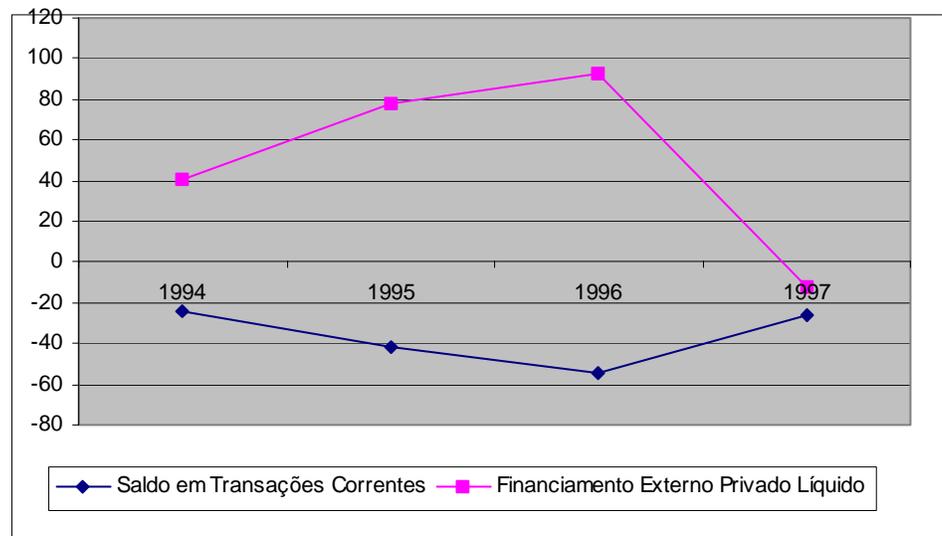
No caso dos países emergentes, o problema é ainda mais grave devido ao reduzido tamanho dos mercados de capitais desses países com relação aos fluxos de capitais de curto prazo que ingressam nos mesmos (Greenville, 2000, p. 57). Isso porque o tamanho reduzido desses mercados faz com que existam poucos agentes interessados e/ou dispostos a atuar nos mesmos como *market-makers*,

comprando o excesso de oferta de divisas – quando há um movimento mais forte de entrada de capitais – e vendendo divisas para atender ao excesso de demanda, quando há um movimento de saída de capitais. Tal fato faz com que a apreciação do câmbio nominal e real seja muito maior nos mercados emergentes do que nos países desenvolvidos.

A apreciação do câmbio real também ocorre em países que operam com regime de câmbio fixo. Com efeito, a entrada maciça de capitais de curto prazo resulta numa grande expansão do volume de meios de pagamento, em função do comprometimento dos Bancos Centrais desses países com o sistema de câmbio fixo. Essa expansão monetária será acompanhada, em geral, por um aumento dos preços dos ativos financeiros e dos preços dos bens domésticos (*tradables* e *non-tradables*). Daqui se segue que, mesmo num regime de câmbio fixo, um grande fluxo de entrada de capitais de curto prazo irá resultar numa apreciação da taxa real de câmbio.

Esse foi precisamente o caso dos países do Sudeste Asiático<sup>14</sup> durante a década de 1990. Com efeito, tal como é mostrado nos Gráficos 1 e 2 a seguir, houve um grande movimento de entrada líquida de capitais privados nas economias dos países em consideração no período 1994-1996. Esse fluxo de entrada de capitais foi acompanhado por um aumento do déficit em transações correntes desses países e por uma considerável apreciação da taxa real de câmbio.

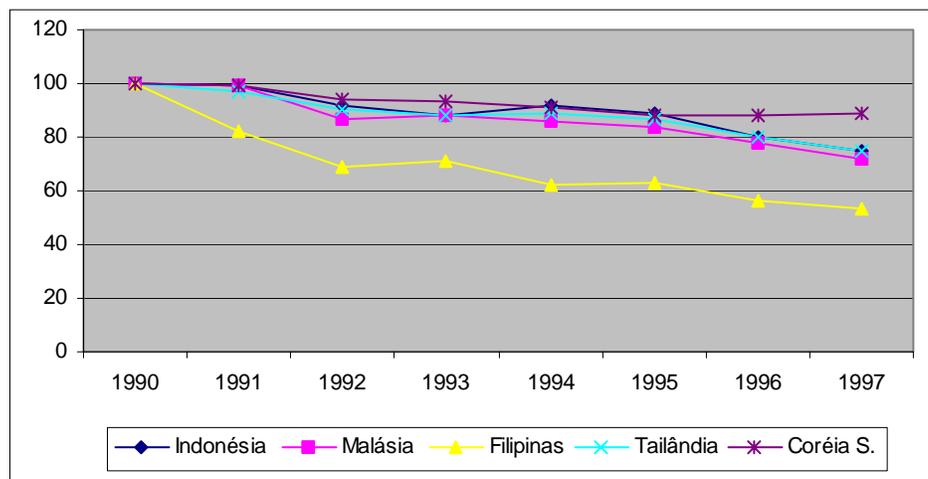
Gráfico 1  
Financiamento externo das cinco economias asiáticas (1994-1997)



Fonte: Radelet; Sachs (2001, p. 129).

(14) Indonésia, Malásia, Filipinas, Tailândia e Coreia do Sul.

Gráfico 2  
Índice de taxa de câmbio real – Países do Sudeste Asiático (1190-1997)



Fonte: Radelet; Sachs (2001, p. 148).

O grande problema associado ao aumento do déficit em transações correntes é que esse fenômeno – se suficientemente forte – pode comprometer a solvência externa da economia.<sup>15</sup> Com efeito, a capacidade de pagamento dos compromissos externos de uma economia é medida usualmente pela razão dívida externa/exportações. Pode-se facilmente demonstrar<sup>16</sup> que a relação dívida externa/exportações irá aumentar de forma contínua ao longo do tempo se a seguinte condição for atendida:  $h < (i - x)z$ , onde  $h$  é a transferência líquida de recursos para o exterior (igual ao saldo da balança comercial + saldo dos serviços não fatores) como proporção das exportações,  $i$  é a taxa de juros internacional,  $x$  é a taxa de crescimento das exportações e  $z$  é a razão dívida externa/exportações. Nesse contexto, uma forte apreciação do câmbio real pode resultar numa dinâmica explosiva para a relação dívida externa/PIB à medida que gera uma redução na relação transferência líquida de recursos para o exterior/exportações.

Desse razoado segue-se que os fluxos de entrada de capitais de curto prazo podem colocar as condições necessárias para a ocorrência de uma crise de endividamento externo, em virtude dos seus efeitos sobre a taxa real de câmbio e o saldo em transações correntes.

#### 4 Controles de capitais: tipologia, benefícios e custos

Os fatores analisados nas seções anteriores têm levado um número crescente de economistas a defenderem a introdução de controles de capitais como

(15) Outros problemas associados aos déficits em transações correntes são apresentados por Bresser Pereira e Nakano (2003).

(16) Ver Simonsen e Cysne (1995, p. 96-97).

um instrumento para aumentar a autonomia das políticas econômicas domésticas, reduzir a fragilidade externa das economias e impedir movimentos mais bruscos de apreciação da taxa real de câmbio. Entre os defensores dessas políticas, encontra-se Joseph Stiglitz, que afirma:

*“Volatile markets are an inescapable reality. Developing countries need to manage them. They will have to consider politics that help to stabilize the economy. These could include Chilean-Style policies that put some limits on capital flows”* (1999, p. 12).

Os controles de capitais são definidos como todo e qualquer instrumento de intervenção na livre movimentação de capitais através das fronteiras nacionais (Carvalho; Sicsú, 2003). Esses controles podem assumir a forma de depósitos compulsórios (sem remuneração) sobre a entrada de capitais, impostos sobre a entrada ou saída de recursos financeiros do país ou ainda restrições quantitativas sobre os fluxos de capitais.

Podemos diferenciar os diversos tipos de controles de capitais com base em três critérios, a saber: o grau de permanência dos controles, o instrumento utilizado para controlar esses fluxos e o tipo de movimento que se deseja controlar.

No que se refere ao grau de permanência dos controles, os mesmos podem ser *permanentes* ou *temporários*. No que diz respeito aos instrumentos utilizados para controlar os fluxos de capital, os controles podem ser *controles de mercado*, quando atuam sobre os incentivos econômicos à entrada/saída de recursos do país, ou *controles diretos*, quando impedem a entrada/saída de capitais do país, mesmo que os seus proprietários estejam dispostos a pagar pela opção de manter suas posições em aberto (Carvalho; Sicsú, 2003). Por fim, no que diz respeito ao tipo de movimento que se deseja controlar, os controles podem ser *controles de entrada*, quando o objetivo é limitar a entrada de capitais externos, ou *controles de saída*, quando o objetivo é limitar a saída de capitais.

Se o objetivo da introdução dos controles de capitais for o aumento da autonomia da política econômica e/ou a redução da fragilidade externa da economia, então, os controles devem ser de *caráter permanente* e devem ser aplicados tanto na entrada como na saída de capitais. De fato, o aumento da autonomia da política monetária exige que o Banco Central seja capaz de fixar a taxa de juros com vistas exclusivamente ao atendimento de objetivos domésticos (emprego e inflação). Nesse contexto, o objetivo dos controles é permitir que o Banco Central possa aumentar ou reduzir a taxa de juros sem, com isso, produzir fluxos maciços de entrada ou saída de capitais os quais gerariam uma forte variação da taxa de câmbio nominal ou do nível de reservas internacionais, com reflexos quer sobre o saldo em transações correntes do balanço de pagamentos quer sobre a taxa de inflação. Para tanto, os controles devem ser permanentes e aplicáveis tanto a fluxos de entrada como de saída de capitais.

A redução da fragilidade externa da economia requer que o estoque de obrigações externas de curto prazo seja limitado. Com efeito, uma condição necessária para a ocorrência de crises do balanço de pagamentos devido a profecias auto-realizáveis é a existência de um elevado endividamento externo de curto prazo (Rodrik; Velasco, 1999, p. 78). Sendo assim, devem-se aplicar controles de entrada com o objetivo de limitar a entrada de capitais de curto prazo, incentivando, na medida do possível, o alongamento do perfil das obrigações externas do país.

Os controles de saída, por sua vez, têm por objetivo *coordenar* as expectativas dos agentes econômicos na direção do “equilíbrio bom”. De fato, uma crise do balanço de pagamentos, causada por “profecias auto-realizáveis”, só é possível em função do efeito que a “reversão súbita” dos fluxos de capitais tem sobre a liquidez e a solvência dos tomadores domésticos. Dessa forma, se a saída abrupta de capitais puder ser impedida, então, os investidores internacionais, agindo de forma racional, saberão que o equilíbrio ruim não é mais possível e, independentemente da existência dos controles, irão considerar que é do seu interesse manter os capitais no país.

Por fim, se o objetivo é impedir a apreciação da taxa real de câmbio associada aos grandes fluxos de entrada de capitais, então, a solução é a imposição de controles de caráter *temporário* à entrada de capitais. Isso porque os grandes fluxos de entrada de capitais nos países emergentes estão associados aos momentos de liquidez excessiva nos mercados internacionais, os quais só ocorrem quando a política monetária dos países desenvolvidos está direcionada em prol da obtenção de baixas taxas de juros e recuperação do crescimento econômico. Sendo assim, se o objetivo for apenas impedir a apreciação do câmbio real em função desses movimentos mais intensos de entrada de capitais, os controles de entrada só precisarão ser implementados em períodos nos quais as taxas de juros nos países desenvolvidos estejam em patamares historicamente baixos.

Desse razoado podemos concluir que a obtenção dos objetivos de autonomia da política monetária, redução da fragilidade externa e manutenção do equilíbrio em transações correntes, exige a *adoção de controles (permanentes ou temporários) à entrada e saída de capitais*. No entanto, esses objetivos podem, a princípio, ser obtidos quer pela introdução de *controles de mercado* – como, por exemplo, requerimentos de depósitos – quer pela introdução de *controles diretos* – como, por exemplo, a proibição da saída de capitais antes do término de um determinado prazo. Não há nenhum argumento *a priori* a favor de um ou outro tipo de controle.

Apesar dos benefícios que os controles de capitais podem proporcionar para os países em termos de autonomia de política monetária, redução da fragilidade externa e manutenção do equilíbrio em transações correntes, alguns autores afirmam que os custos desses controles poderiam ser maiores do que os

benefícios (Fischer, 1998, p. 3-4). Com efeito, a redução da mobilidade de capitais associada à introdução desses controles geraria uma diminuição do bem-estar da sociedade uma vez que (Neely, 1999):

(1) Os controles, se bem-sucedidos, aumentam o valor da taxa de juros externa (*off-shore rate*) com base na qual os residentes domésticos podem levantar empréstimos no exterior. Tal acréscimo atua no sentido de reduzir o *conjunto de possibilidades de consumo futuro*, restringindo as escolhas que os residentes domésticos têm à sua disposição no que se refere ao *padrão intertemporal de consumo*.

(2) A existência de controles de capitais limita a capacidade do país de sustentar o seu padrão de consumo em face de um choque exógeno que gere uma redução do nível de produção. Por exemplo, a mobilidade internacional de capitais permitirá a um país manter o seu padrão de consumo inalterado em função da ocorrência de um desastre natural através da venda de ativos ou da tomada de empréstimos no exterior.

(3) A redução do acesso ao mercado internacional de capitais deve resultar numa diminuição das perspectivas de crescimento de longo prazo do país, uma vez que atua no sentido de reduzir a capacidade dos residentes domésticos de tomarem empréstimos para aumentar a sua capacidade de produção de bens no futuro.

Nesse contexto, os benefícios dos controles de capitais devem ser comparados com os custos dos mesmos em termos de redução da eficiência e do bem-estar econômicos. Nas palavras de Fischer:

*“In sum, liberalization of the capital account can bring significant benefits to countries. Residents and governments are able to borrow and lend on more favorable terms, and domestic financial markets become more efficient as a result of the introduction of more advanced financial technologies, leading to a better allocation of savings and investments (...) At the same time, capital-account liberalization increases the vulnerability of the economy to swings in sentiment. Usually, these swings are rationally based, but they may on occasion be excessive, and may sometimes reflect contagion effects”* (p. 3).

Dado isso, a questão teórica fundamental no debate a respeito da desejabilidade dos controles de capitais é determinar se os benefícios advindos da introdução dos mesmos são maiores do que os custos que eles impõem para o sistema econômico. No que se refere a esse ponto deve-se ressaltar que os *críticos* da adoção de controles de capitais não ofereceram nenhuma evidência empírica que comprovasse que os custos da redução da mobilidade de capitais superam os benefícios (Carvalho; Sicsú, 2003, p. 27; Rodrik, 1998, p. 61). Nas palavras de Rodrik:

“Os dados não oferecem nenhuma evidência de que países sem controles de capitais tenham crescido mais rapidamente, investido mais, ou experimentado inflação menor. Controles de capitais são essencialmente não-correlacionados com o

desempenho econômico no longo-termo, uma vez que controlemos outros determinantes” (Apud Carvalho; Sicsú, 2003, p. 26-27).

Tal como ocorre com a questão correlata da intervenção governamental nos mercados financeiros (Oreiro, 2003), os argumentos contra a intervenção do Estado na movimentação dos capitais entre as fronteiras nacionais se apóiam mais fundamentalmente em *preconceitos de natureza ideológica*<sup>17</sup> do que em sólidos argumentos teóricos ou empíricos. Nas palavras de Carvalho; Sicsú:

“Os defensores da liberalização se apóiam, na verdade, na sabedoria convencional corrente da comunidade dos economistas (...) que reconhece nos mecanismos de mercado eficiência superior em promover o bem-estar do que a de qualquer mecanismo alternativo, especialmente aqueles que envolvem alguma intervenção do Estado” (2003, p. 12).

Um outro aspecto a ser ressaltado no debate sobre os controles de capitais é indagar se não existiriam formas alternativas de obter os benefícios proporcionados pelos mesmos sem, contudo, incorrer nos custos associados à introdução desses controles. Uma resposta afirmativa a essa pergunta foi dada recentemente por Calvo (1999, 2001). Para esse autor, a fragilidade externa das economias resulta fundamentalmente da existência de *governos soberanos*.

Com efeito, a possibilidade de crises externas geradas por profecias auto-realizáveis é uma *decorrência da própria autonomia de formulação de política econômica por parte desses governos*. Essa maior autonomia tem como contrapartida uma maior incerteza a respeito da rentabilidade dos projetos de investimento, principalmente no caso dos países emergentes. Isso faz com que os investidores enfrentem custos fixos mais altos para a obtenção da informação macroeconômica relevante para a sua tomada de decisão. Maiores custos para a obtenção de informação atuam no sentido de estimular os agentes a se guiarem por “rumores”, facilitando dessa forma a ocorrência de contágio e comportamento de manada. Nas palavras de Calvo:

“(...) Os custos do aprendizado sobre um determinado país aumentam devido à existência de um governo soberano que não está bem comprometido com regras claras de política econômica restritiva, tornando o país vulnerável a crises financeiras auto-realizáveis” (2001, p. 90).

Nesse contexto, a solução seria adotar mecanismos que reduzissem ou eliminassem a autonomia da política econômica doméstica. Um mecanismo possível seria a adoção de um *regime de câmbio fixo irreversível* como, por exemplo, o *currency board* ou a *dolarização* (1999, p. 13).

---

(17) Stiglitz afirma que a tese de liberalização financeira, da qual as críticas à adoção de controles de capitais são um subproduto, não tem respaldo teórico e/ou empírico. Nas suas palavras: “*I argue that much of the rationale for liberalizing financial markets is based neither on a sound economic understanding of how these markets work nor on the potential scope for government intervention. Often, too, it lacks an understanding of the historical events and political forces that have led governments to assume their present role. Instead, it is based on an ideological commitment to an idealized conception of markets that is grounded neither in facts nor in theory*” (Stiglitz et al., 1993, p. 1).

A crítica a essa tese de Calvo é feita por Rigobon (2001). Para esse autor, a idéia de que a *flexibilidade na condução da política econômica é algo intrinsecamente ruim é uma hipótese apriorística e não uma dedução lógica do modelo de contágio* (p. 114). Na verdade, podem-se pensar situações nas quais a autonomia na condução da política econômica facilitaria a tarefa do governo de “suavizar” os efeitos dos choques externos sobre a economia, reduzindo assim a incerteza e a perda de bem-estar resultantes dos mesmos. Nas suas palavras:

“Um exemplo interessante é o caso das crises financeiras de meados dos anos 80, no Estado do Texas. Em 1986, o preço do petróleo caiu para níveis históricos, e a maioria dos bancos no Texas teve problemas. No mesmo período, a Venezuela, que tinha uma economia semelhante à do Estado do Texas em termos de tamanho e dependência do petróleo, desvalorizou sua moeda e evitou uma crise financeira. Estou certo de que a razão pela qual os bancos sobreviveram na Venezuela não foi a melhor regulação. A evidência mostra o contrário. Nesse caso, o fato de que o país poderia desvalorizar e reconhecer as perdas devido aos choques externos reduziu as pressões sobre o setor financeiro” (Rigobon, 2001, p. 114).

## Conclusão

Ao longo deste artigo argumentamos que existem sólidos argumentos teóricos favoráveis à introdução de controles de capitais em países emergentes. Com efeito, os controles de capitais têm por objetivo (i) aumentar a autonomia de formulação de política econômica, (ii) reduzir a fragilidade financeira externa das economias em desenvolvimento e (iii) impedir a apreciação cambial resultante dos grandes fluxos de entrada de capitais nos países emergentes em períodos de “euforia” nos mercados financeiros internacionais, contribuindo, assim, para o equilíbrio intertemporal do balanço de pagamentos. Embora os críticos dos controles de capitais afirmem que os custos desses controles na forma de aumento da taxa de juros interna, redução do acesso aos mercados internacionais de crédito, etc. são maiores do que os benefícios supramencionados, os mesmos não fornecem nenhuma justificativa (teórica ou empírica) para essa afirmação. Sendo assim, as objeções à proposta de introdução de controles de capitais em países emergentes parecem se basear mais em preconceitos de natureza ideológica do que em argumentos baseados na teoria econômica.

## Referências bibliográficas

- ARIYOSHI, A.; HABEMEIER, K.; LAURENS, B.; TKER-ROBE, I.; CANALES-KRILJENKO, J.; KIRILENKO, A. *Capital controls: country experiences with their use and liberalization*. Washington: IMF, 2000.
- BANERJEE, A. A simple model of herd behaviour. *The Quarterly Journal of Economics*, v. CVII, n. 3, 1992.
- BLANCHARD, O. *Macroeconomics*. London: Prentice-Hall, 1997.

- BRESSER PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. Crescimento econômico com poupança externa. *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 2, p. 3-27, 2003.
- CALVO, G. Capital flows and capital market crisis: the simple economics of sudden stops. *Journal of Applied Economics*, v. 1, n. 1, 1998.
- \_\_\_\_\_. Rational contagion and the globalization of securities markets. *NBER Working Paper*, n. 6606, Jun. 1999.
- \_\_\_\_\_. Crises de balanços de pagamentos em mercados emergentes. In: KRUGMAN, P. (Org.). *Crises monetárias*. São Paulo: Makron Books, 2001.
- CARVALHO, F. C.; SICSU, J. *Controvérsias recentes sobre controle de capitais*. Rio de Janeiro: IE/UFRJ, 2003. (Mimeogr.).
- CHANG, R.; VELASCO, A. Financial fragility and the exchange rate regime. *NBER Working Paper*, n. 6469, 1998. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w6469>>.
- DAVIDSON, P. Are grains of sand in the wheels of international finance sufficient to do the job when often required? *Economic Journal*, n. 107, May 1997.
- DIAMOND, D.; DYBIG, P. Bank runs, liquidity and deposit insurance. *Journal of Political Economy*, n. 91, p. 410-419, 1983.
- DYMSKI, G. Assymmetric information, uncertainty and financial structure: 'new' versus 'post' keynesian microfoundations. In: DYMSKI, G.; POLLIN, R. (Ed.). *New perspectives in monetary macroeconomics*. Ann Arbor: The University of Michigan Press, 1994.
- EATON, J. Sovereign debt: a primer. *The World Bank Economic Review*, v. 7, n. 2, 1993.
- EDWARDS, S. How effective are controls on capital flows? An evaluation of Chile's experience. 1999. (Mimeogr.).
- EICHENGREEN, B.; TOBIN, J.; WYPLOSZ, C. *Two cases for sand in the wheels of international finance*. *Economic Journal*, n. 105, Jan. 1997.
- FISCHER, S. Capital account liberalization and the role of the IMF. *Essays in International Finance*, Princeton, n. 207, p. 1-10, 1998.
- GREENVILLE, S. Exchange rate regimes for emerging markets. *Reserve Bank of Australia Bulletin*, p. 53-63, Nov. 2000.
- KEYNES, J. M. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Atlas, 1982. [Edição original: 1936].
- KRUGMAN, P. *Currency crisis*. Cambridge: Massachusetts Institute of Technology, Mar. 1997. (Manuscrito).
- \_\_\_\_\_. *What happened to Asia?* Cambridge: Massachusetts Institute of Technology, Jan. 1998. (Manuscrito).
- NEELY, C. J. An introduction to capital controls. *Federal Reserve Bank of St. Louis*, p. 13-30, Nov./Dec. 1999.
- OBSTFELD, P. Rational and self-fulfilling balance-of-payments crisis. *American Economic Review*, n. 76, p. 72-81, 1986.

- OBSTFELD, P. Models of currency crisis with self-fulfilling prophecies. *European Economic Review*, n. 40, p. 1037-1047, 1996.
- OREIRO, J. L. Incerteza, comportamento convencional e surpresa potencial. *Econômica*, v. II, n. 4, p. 111-138, 2000.
- \_\_\_\_\_. Acumulação de capital, mercado financeiro e regulação governamental. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, n. 12, p. 107-132, jun. 2003.
- \_\_\_\_\_; RANGEL, F. D. Crises cambiais, profecias auto-realizáveis e o Imposto Tobin. *Revista de Economia*, Ano 26, n. 24, p. 7-25, 2000.
- \_\_\_\_\_; PAULA, L. F.; JONAS, G. Por uma moeda parcialmente conversível: uma crítica a Arida e Bacha. *Revista de Economia Política*, 2004. (No prelo).
- PAULA, L. F.; OREIRO, J. L.; JONAS, G. Fluxos e controles de capitais no Brasil: avaliação e proposta de política. In: SICSÚ, J.; OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. São Paulo: Manole, 2003.
- RADELET, S.; SACHS, J. O despontar da crise financeira do Leste Asiático. In: KRUGMAN, P. (Org.). *Crises monetárias*. São Paulo: Makron Books, 2001.
- RIGOBON, R. Comentário ao artigo Crises do Balanço de Pagamentos em Economias Emergentes. In: KRUGMAN, P. (Org.). *Crises monetárias*. São Paulo: Makron Books, 2001.
- RODRIK, D. Who needs capital-account convertibility? *Essays in International Finance*, Princeton, n. 207, p. 55-65, 1998.
- \_\_\_\_\_; VELASCO, A. Short term capital flows. *NBER Working Paper*, n. 7364, 1999.
- ROMER, D. *Advanced macroeconomics*. New York: McGraw Hill, 1996.
- SCHAFERSTEIN, D.; STEIN, J. Herd behavior and investment. *The American Economic Review*, Jun. 1993.
- SIMONSEN, M. H.; CYSNE, R. P. *Macroeconomia*. São Paulo: Atlas, 1995.
- STIGLITZ, J. Bleak growth prospects for the developing world. *International Herald Tribune*, p. 6, Apr. 10<sup>th</sup>, 1999.
- \_\_\_\_\_. Capital market liberalization, economic growth and instability. *World Development*, v. 28, n. 6, p. 1075-1086, 2000.
- STIGLITZ, J.; JARAMILLO-VALLEJO, J.; PARK, Y. C. The role of the State in financial markets. *World Bank Research Observer*. Annual Conference on Development Economics. Supplement. 1993.
- TOBIN, J. A proposal for international monetary reform. *Eastern Economic Journal*, v. 4, 1978.
- \_\_\_\_\_. Financial globalization. *World Development*, v. 28, n. 6, p. 1101-1104, 2000.
- VELASCO, A. Fixed exchange rates: credibility, flexibility and multiplicity. *European Economic Review*, n. 40, 1996.