

Controles de Entrada de Capitais

Márcio G. P. Garcia¹

3 de julho, 2009

Para aumentar a competitividade de nossa indústria, há que avançar nas reformas que reduzem o custo Brasil.

Com a melhora, ainda que incerta, da conjuntura mundial, aumentaram os preços de nossas exportações de *commodities*. Simultaneamente, a recessão derrubou as importações, atingindo mais pesadamente as de bens de capital. Consequentemente, melhoraram a balança comercial brasileira e o saldo em conta-corrente do balanço de pagamentos. Na esteira da boa perspectiva para a economia brasileira, tanto no curto quanto no longo prazos, estão retornando os fluxos de capital. Com melhor desempenho, tanto na conta-corrente, quanto na conta financeira, é natural que o real se aprecie. Tal movimento, quando medido em relação ao dólar, mostra-se ainda mais intenso, uma vez que aquela moeda vem se depreciando frente à maioria das demais.

Com a taxa de câmbio voltando a níveis registrados antes do agravamento da crise internacional em setembro do ano passado, retornam as preocupações com a competitividade de nossas exportações, sobretudo as de produtos manufaturados. Voltam as pressões por controles de entrada de capital, como os que existiram no passado, sobretudo, sobre aplicações em renda fixa.

A defesa dos controles de capital sobre aplicações em renda fixa baseia-se na presunção de que a especulação financeira internacional com o diferencial de juros seja fator preponderante na determinação da taxa de câmbio. Apesar da queda significativa, nossas taxas de juros ainda são bem mais elevadas do que na maioria dos países do mundo, sobretudo EUA e Japão. Dada a perspectiva de apreciação do real, especuladores financeiros acorreriam ao Brasil, aqui aplicando recursos tomados por empréstimos nessas moedas de juros baixos, numa operação conhecida como *carry-trade*.

A evidência empírica, contudo, não mostra que o comportamento recente da taxa de câmbio no Brasil esteja fundamentalmente associado à existência de *carry-trade*, embora esta estratégia financeira cumpra algum papel. O gráfico ilustra o ponto, que pode ser comprovado com procedimentos estatísticos. Há no gráfico duas séries. Uma é o índice de preços de *commodities*, o índice CRB (*Commodity Research Bureau*). A outra série é a taxa de câmbio, em US\$/R\$, ou seja, em escala invertida. A correlação entre as duas séries é patente. A explicação econômica por trás de tal correlação é que o Brasil é grande exportador de *commodities*, o que faz com que o real esteja intrinsecamente ligado aos seus preços.

Isto sugere ser pouco provável que controles de capital logrem impedir o movimento de apreciação do real, caso a demanda mundial por *commodities*, sobretudo a chinesa, continue a garantir bons preços nos mercados internacionais. Mas isto não é tudo.

¹ Ph.D. por Stanford, professor do Departamento de Economia da PUC-Rio, escreve neste espaço uma sexta-feira a cada mês.

Nossa experiência nos anos 90 indica que controles de entrada de capital sobre aplicações de renda fixa tendem a ser ineficazes, a não ser durante curtos períodos (poucos meses). É fácil entender o porquê. Nos anos 90 tivemos contenção de entrada de capital estrangeiro sob a forma de um imposto, o IOF, que incidia sobre a operação cambial inicial.

Como ocorre com qualquer imposto, sua imposição gera tentativas de contorná-lo. No caso brasileiro da década passada, o IOF incidiu apenas sobre uma parte dos fluxos de entrada de capitais, os destinados à renda fixa, e não sobre a totalidade. Assim, observou-se o surgimento de diversas operações financeiras que visavam disfarçar os influxos de capital destinados à renda fixa como outras formas, não taxadas, de investimentos estrangeiros.

Bernardo Carvalho e eu identificamos diversas dessas estratégias em artigo publicado no livro “*Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets*” (The University of Chicago Press, 2008). Muitas delas envolviam disfarçar os investimentos em renda fixa como financiamento de exportações ou importações. Outras simulavam investimentos em bolsa ou investimentos estrangeiros diretos.

Ainda que os controles tenham sido aperfeiçoados, via nova legislação, que pune mais fortemente os transgressores, e via progresso da informática, que coloca mais informações à disposição do Banco Central e da Receita Federal, a evidência histórica permanece. Se os controles de capital criarem custos relevantes e permanecerem em vigor por longo período, o mercado financeiro fatalmente encontrará formas de contorná-los.

Há, é claro, a opção de taxar todos os fluxos de entrada de capital. Isso daria sobrevida aos controles. Mas seria difícil justificar a lógica de aumentar o custo de capital em um país que precisa desesperadamente de investimentos para se desenvolver. O custo do desenvolvimento do Pré-Sal, por exemplo, seria majorado, o mesmo ocorrendo com o custo de financiamento da dívida pública. Não faria sentido contemplar tal opção.

Em suma, os controles de entrada de capital, de forma seletiva como aplicados no Brasil, servem, no máximo, para inibir a entrada de fluxos destinados à renda fixa por curtos períodos. Se há efetiva preocupação com a competitividade de nossa produção industrial, a prioridade não deveria ser discutir controles capitais. Deveria ser, sim, reduzir o custo Brasil. Essa longa agenda, que envolve as hoje esquecidas reformas que o governo Lula começou a encaminhar no primeiro mandato, precisa voltar à pauta. Sem as reformas, estaremos condenados a crescer aquém de nossa capacidade, e a continuar lamentando nos terem sido concedidas tantas riquezas naturais que mantêm nossa taxa de câmbio muito apreciada.

