

Controles de Fluxos de Capitais

Márcio G. P. Garcia¹

30 de outubro, 2017

Em situações especiais, controles de fluxos de capital podem e devem ser usados temporariamente.

A grande crise financeira internacional (GCFI) de 2008 ensejou uma variedade de reações de política econômica, que trouxe novos ensinamentos sobre a “caixa de ferramentas” à disposição dos bancos centrais. No que tange aos mercados emergentes, podemos destacar três áreas particularmente importantes para a economia brasileira: controles de entrada de capitais, intervenções cambiais esterilizadas e reservas internacionais.

Tanto na literatura acadêmica, quanto na comunidade de bancos centrais e em instituições internacionais, como o FMI, há uma visão cada vez mais favorável a controles de entrada de capitais. Hoje, controles como taxação sobre alguns fluxos de entrada de capitais, ou depósitos não remunerados de parte de tais fluxos nos bancos centrais, são considerados instrumentos relevantes de política econômica. As motivações de tais controles podem advir tanto do objetivo prudencial (mais meritório) de evitar a formação de bolhas especulativas de crédito, ou, mais realisticamente, da tentativa de evitar grandes apreciações da moeda doméstica.

Mas nem tudo são flores. Ainda que controles de entrada de fluxos de capitais tenham se mostrado eficazes em alterar a taxa de câmbio por algum tempo, tal eficácia é, provavelmente, temporária. Afinal, dinheiro é fungível, e quando se taxam só alguns tipos de fluxos, mas não todos, logo surgem estratégias para disfarçar os fluxos de forma a elidir os controles. Além disso, os controles, quando eficazes, tendem a dificultar o acesso ao crédito das empresas pequenas e médias. Por fim, nota-se também que o receituário prescrito pelo FMI raramente é seguido: “para países cujas moedas estejam valorizadas, onde as reservas sejam adequadas, onde preocupações com o sobreaquecimento da economia impeçam o afrouxamento da política monetária e onde a postura fiscal seja consistente com a macroeconomia e com a trajetória da dívida pública, controles de capitais constituem parte útil da caixa de ferramentas para enfrentar a entrada excessiva de capitais.”²

A experiência brasileira com controles de capitais entre 2009 e 2012 mostrou que tais controles foram implementados enquanto o governo estava empenhado em impor enorme expansão fiscal, justamente o oposto do que deveria ter feito. Ou seja, governos tendem a fazer uso de controles de capitais para evitar o desgaste de outras políticas que

¹ Ph.D. por Stanford, professor do Departamento de Economia da PUC-Rio, escreve mensalmente neste espaço.

² Ostry, Jonathan D., Atish Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash Qureshi and Annamaria Kokenyne. 2011. “Managing Capital Inflows: What Tools to Use?” IMF Staff Discussion Note No. SDN/11/06, em tradução livre de minha autoria.

seriam mais eficientes, mas trariam elevados custos políticos, como o corte de gastos públicos.

O que dizer das intervenções cambiais esterilizadas, ou seja, a compra ou venda de divisas pelos bancos centrais sem alterar a taxa de juros? As compras esterilizadas de divisas ocorrem normalmente em reação a grandes influxos de capitais. Por exemplo, durante o período 2009-2012, no qual o Brasil impôs controles de capitais, houve também significativas compras esterilizadas de divisas, que redundaram em aumento substancial das nossas reservas internacionais.

São várias as motivações para fazer uso de tais compras de divisas. Há a motivação precaucional de acumular reservas, para fazer frente a eventuais crises cambiais. Tal preocupação era certamente válida em 2003, quando nossas reservas eram muito baixas, mas já não faz sentido hoje, quando detemos mais de US\$ 370 bilhões. Como bem mostrou a experiência brasileira, a preocupação de evitar a apreciação cambial excessiva costuma ser determinante para ensejar o emprego das compras esterilizadas de divisas. Mas, como no caso dos controles de capitais, melhor teria sido apertar a política fiscal.

Vários bancos centrais reclamaram em 2010 que, apesar das intervenções cambiais para fazer frente aos elevados influxos de capitais, formavam-se bolhas especulativas de crédito. Novamente, postura fiscal mais adequada, aliada a medidas macroprudenciais, constituem parte do melhor mix de políticas para enfrentar abundância de fluxos de capitais, como as ocorridas como consequência dos afrouxamentos quantitativos dos países desenvolvidos.

Já as vendas esterilizadas de divisas ocorrem, via de regra, em situações de stress de mercado, com pouca liquidez, muita volatilidade, e depreciação rápida, como ocorreu em maio passado quando veio a público a gravação da conversa de Temer com Joesley Batista. O Banco Central do Brasil, normalmente, intervém na ponta de venda, via swaps cambiais, que equivalem a vendas esterilizadas de reservas sem, contudo, comprometê-las diretamente. Usadas esporádica e temporariamente, tais intervenções podem ser um valioso instrumento de política econômica.

As reservas internacionais são importantes mecanismos de seguro contra crises cambiais. A reação à GFCI nos ensinou que há grande resistência em perder reservas, ou seja, não parece ocorrer uso muito grande das reservas em situações de crise. Aizenman e Sun [2009]¹ documentam que a maioria dos emergentes não comprometeu mais do que 25% de suas reservas no combate à GCFI. Ademais, no caso brasileiro, mesmo com a queda da Selic, as reservas continuam sendo um seguro exorbitantemente caro.

¹ Aizenman, Joshua; Sun, Yi. “The financial crisis and sizable international reserves depletion: From ‘fear of floating’ to the ‘fear of losing international reserves’?”. *International Review of Economics and Finance*, v. 24, p, 250-269, Outubro 2012 .

O caminho mais promissor para aumentar a robustez da economia às eventuais fugas de capitais passa, além do fortalecimento do tripé macroeconômico, pelo aumento da integração internacional. Instrumentos como as linhas de swaps bilaterais e arranjos regionais de acúmulo de reservas devem se somar ao papel fundamental do FMI para prevenir e remediar tais crises. Em especial, são essenciais as iniciativas de cooperação na regulamentação financeira internacional e na supervisão de instituições financeiras.

Em suma, em situações especiais, controles de fluxos de capital podem e devem ser usados temporariamente. Se usadas adequadamente, tais ações pontuais não se chocam com o esforço de tornar o Real uma moeda cada vez mais usada para transações internacionais.