

Os controles de ingresso de capitais funcionaram?

Márcio G. P. Garcia¹
8 de fevereiro, 2013

Os controles de ingressos de capitais não afetaram significativamente a taxa de câmbio, mas produziram efeitos colaterais.

Em outubro de 2009, o governo começou a introduzir o que viria a ser um conjunto extenso de controles de ingressos de capitais estrangeiros no Brasil, impondo um IOF de 2% sobre aplicações estrangeiras em renda fixa e variável. Desde 2012, muitos dos controles vêm sendo relaxados ou eliminados, sugerindo que pode estar chegando ao fim mais um ciclo de controles de capitais, a exemplo do ocorrido entre 1993 e 1998. É, portanto, uma boa ocasião para se avaliar o sucesso de tais medidas.

É bom ter em mente diferenças básicas entre os dois ciclos de controle. Na experiência 93-98, os fluxos estrangeiros vinham aproveitar os altos juros internos em um regime de câmbio controlado, por meio de operações de *carry-trade* (tomar emprestado em moeda forte com juros baixos e aplicar aqui com juros altos e câmbio pré-determinado). Já os fluxos de capitais que recomeçaram após a recuperação da crise de 2008 foram muito mais diversificados, pois os juros não eram tão altos quanto no passado, a economia brasileira tinha atingido uma situação muito mais favorável, inclusive com grau de investimento, e o câmbio flutuava.

A experiência brasileira recente com controles de capitais tem atraído enorme atenção, na esteira de notável mudança de posição do FMI, que passou a recomendar, ainda que sob circunstâncias bem determinadas, o uso de controles de capitais para evitar a criação de bolhas e crises financeiras. Parte do grande interesse despertado deriva do fato de nunca antes um país relativamente aberto internacionalmente ter experimentado tão ativamente com controles de capitais. Também na academia, há grande interesse no tema. Na principal conferência de economia, a da ASSA (*Allied Social Sciences Association*), realizada em San Diego, no início de 2013, havia pelo menos quatro artigos analisando aspectos diversos da experiência brasileira com controles de capitais.

Artigo em coautoria com Marcos Chamon, disponível em minha página (www.econ.puc-rio.br/mgarcia), analisa o caso brasileiro recente. Numa análise deste tipo é preciso decidir quais critérios utilizar para avaliar o sucesso ou não dos controles. Um critério é avaliar se os controles conseguiram reduzir os fluxos. Naturalmente, tal avaliação exige um exercício contrafactual, para se comparar o que de fato ocorreu com o que teria ocorrido caso os controles não tivessem existido. Na literatura internacional, há resultados discrepantes, mas, em geral, encontram-se evidências mais fortes de que controles de capitais alteram a composição dos fluxos (por exemplo, menos *carry-trade* e mais investimento estrangeiro direto), mas não a magnitude dos ingressos totais de

¹ Ph.D. por Stanford, professor do Departamento de Economia da PUC-Rio, escreve neste espaço uma sexta-feira por mês. Em 2013, é Visiting Scholar na Sloan School, MIT, e no NBER.

capitais. E uma crítica comum a tais resultados é a de que eles poderiam ser interpretados como evidência de que investidores afinal teriam logrado disfarçar os fluxos taxados (*carry-trade*) como fluxos isentos (investimento direto).

Nosso artigo segue uma abordagem complementar. Comparamos os preços de ativos semelhantes disponíveis no Brasil e nos EUA. Comparamos ações negociadas no Brasil com seus respectivos ADRs (*American Depositary Receipt* é a mesma ação cotada em dólar e negociada nos EUA). Se os controles tivessem sido efetivos, uma diferença de preços do tamanho do IOF (2%) deveria ter surgido, quando a taxa de câmbio é levada em conta. De fato, observamos exatamente isso, mas só quando investidores estrangeiros estão comprando liquidamente ações de companhias brasileiras. Mostramos também que o tamanho do prêmio entre os dois preços da mesma ação induz a emissão de novos ADRs.

Já no mercado de renda fixa, a discrepância entre a taxa de juros em dólar no Brasil (cupom cambial) e nos EUA é mais efêmera e menor do que a alíquota do IOF (6%). Em suma, mostramos que os controles de capitais produziram uma cunha entre os preços dos mesmos ativos financeiros transacionados em duas jurisdições diferentes, uma taxada e outra não.

Mas nossas autoridades foram, via de regra, cândidas quanto aos reais objetivos que inspiraram a imposição dos controles: combater a valorização do real. Assim, é natural que um dos critérios para se avaliar o efeito dos controles seja verificar em que medida tal objetivo foi atingido. Construimos contrafactuais para a taxa de câmbio, baseados em modelos econométricos sem os controles, e comparamos com o de fato ocorrido. Também comparamos a taxa de câmbio do real com a de outras moedas de países semelhantes. Ambos os exercícios apontam para a ineficácia da maioria dos controles em afetar a taxa de câmbio. O que parece ter afetado significativamente a taxa de câmbio foi, sim, o inesperado relaxamento da política monetária, no início do segundo semestre de 2011. Tal como prescreve o livro-texto, juros mais baixos depreciam a taxa de câmbio.

Mas é possível que o efeito acumulado dos controles, sobretudo o do IOF sobre derivativos cambiais, tenha tornado mais potente o efeito do corte de juros sobre a taxa de câmbio, a partir de março de 2012, apesar de muitas das restrições terem sido relaxadas desde então. Dado que as posições nos mercados de derivativos cambiais se reduziram muito desde a instituição do IOF em julho de 2011, a taxa de câmbio tem flutuado dentro de banda estreita, ao sabor das intervenções do BC, em ambos os sentidos.

A literatura prescreve que controles de capitais podem ser inequivocamente desejáveis, aumentando o bem-estar da economia, caso consigam evitar o endividamento excessivo e a formação de bolhas, o que era um risco em 2010, dado o excessivo otimismo dos estrangeiros com nossa economia. Pode ser que nossos controles tenham tido tal efeito. Não obstante, dada a raquítica taxa de poupança interna da economia brasileira, 16% do PIB, e a necessidade de complementá-la com poupança externa para viabilizar as taxas de investimento compatíveis com crescimento sustentado do PIB de 4% ao ano ou mais, pode ser que os controles de capitais tenham também afastado de forma duradoura parte dos influxos de capital que poderiam alavancar o crescimento da economia brasileira.