

## Experiências de controles do fluxo de capitais: focando o caso da Malásia<sup>1</sup>

---

*João Sicsú<sup>2</sup>*  
*Fernando J. Cardim de Carvalho<sup>2</sup>*

### **Introdução**

A proposta de remoção de controles de capital, isto é, a liberalização dos movimentos internacionais de capitais, defendida por vários economistas, alguns governos e, atualmente com certas ressalvas, pelo próprio Fundo Monetário Internacional (FMI), se apóia numa premissa infundada a respeito dos benefícios dessa medida – já que não existem trabalhos que apresentem resultados empiricamente sólidos que possam sustentar a defesa da liberalização financeira. A maioria dos economistas hoje em dia parece mover-se dentro de um paradoxo, pelo qual se reconhece, por um lado, a prevalência de imperfeições de todo o tipo na operação das economias de mercado e, especialmente, dos mercados financeiros, mas, ao mesmo tempo, se supõe que a intervenção do Estado nesses mercados, longe de contribuir para a atenuação dessas imperfeições, só possa levar a problemas ainda maiores. Na verdade, esse aparente consenso entre economistas resulta menos da reflexão cuidadosa sobre os movimentos internacionais de capitais e a eficácia de controles que da aceitação acrítica, comum nas ortodoxias, de cânones como a superioridade dos mercados sobre a intervenção pública. Mais curiosamente ainda, dentre os que compartilham desse aparente consenso, encontramos motivações radicalmente opostas: para uns, controles de capitais são perda de tempo, porque acreditam eles que agentes privados são capazes de descobrir formas de evitá-los; para outros, controles são condenáveis porque reduzem a eficácia da economia. Um terceiro grupo defende as duas idéias simultaneamente, sem parecer perceber sua incompatibilidade.

No mundo real dos países desenvolvidos, felizmente para eles dominado por homens práticos, mais do que por ideólogos, os controles persistiram até recentemente.<sup>3</sup> É nos países em desenvolvimento que ideólogos predominam. Especialmente na América Latina, mas também em outras regiões, governos foram persuadidos a promover a liberalização de suas contas de capitais, que hoje até o FMI reconhece ter sido prematura, com base mais na ideologia que se tornou conhecida como o “Consenso de Washington”, do que na experiência histórica dos países bem-sucedidos.

Se o FMI hoje moderou sua posição, a instituição foi nos anos 1990 uma das mais importantes forças a pressionar países em desenvolvimento a que abrissem suas contas de capitais. Ao final da década, a diretoria do Fundo chegou a propor a mudança de seus estatutos, que desde Bretton Woods legitimavam a adoção de controles, para forçar os países membros a buscarem a liberalização financeira internacional, ao menos no longo prazo. Naturalmente, a diretoria do FMI não contava com a peça que a história estava

---

(1) Trabalho recebido em abril de 2005 e aprovado em junho de 2005. Uma versão bastante ampliada deste artigo foi apresentada no seminário “Controle de Capitais e Alternativas Econômicas”, realizado em maio de 2004, na cidade de São Paulo, patrocinado pelo Instituto Rosa de Luxemburgo Stiftung.

(2) Professores do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ).

(3) Veja-se Wyplosz (2001).

prestes a lhe pregar: quando a proposta foi formalmente apresentada, na Assembléia de 1997, realizada em Hong Kong, já estava em seus primeiros estágios a crise asiática de cuja análise emergiriam as críticas mais contundentes à ação e ao pensamento orientador daquela instituição. A violência das críticas a que o Fundo foi submetido levou seu *staff* a investir na idéia de *seqüenciamento*: a ideologia da liberalização perduraria, mas a estratégia da liberalização agora consistiria na construção prévia das condições adequadas à liberalização. Esta era a idéia do seqüenciamento: a definição dos passos intermediários a serem dados pelos países em desenvolvimento para que pudessem, num futuro indefinido, finalmente, promover a liberalização financeira internacional. Enquanto essas condições não fossem alcançadas, controles de capitais poderiam ser mantidos em operação, na menor extensão possível e com a consciência de que eram temporários. O Fundo – e a ortodoxia que lhe segue os passos – concluiu, portanto, que se a seqüência de reformas institucionais necessárias à abolição dos controles não estivesse completa, controles de capitais poderiam ser vistos como um mal necessário.

Para muitos, em contraste, controles de capitais são vistos como uma panacéia, o remédio universal para todas as enfermidades. Os controles de capitais, no entanto, são instrumentos de política econômica. Enquanto tais, devem ser examinados não apenas de acordo com princípios teóricos mas também, e talvez principalmente, neste debate, de acordo com sua eficiência operacional. Assim, não nos interessa apenas estabelecer o argumento teórico supostamente favorável à utilização de controles, mas também avaliar a eficácia das principais formas como foram implementados na prática.

O exame da experiência no uso de controles de capitais no período pós-Segunda Guerra mostra que há uma enorme profusão de instrumentos. Desse modo, a seleção de um determinado conjunto de medidas de intervenção depende da definição das metas a se alcançar por parte dos *policy makers*, dos custos e benefícios de cada alternativa, do horizonte temporal em que se planeje manter os controles em operação, do aparato institucional à sua disposição para aplicar os controles, etc. Tudo isso precisa ser observado, estudado, investigado e analisado.

Nesse debate, em que os defensores da liberalização desprezam as conclusões do exame da evidência empírica, da história, inclusive a mais recente, é necessário desenvolver estudos de casos para que o embate teórico seja apoiado pela experiência efetiva com controles de capitais ou com sua eliminação. Há um caso que é absolutamente necessário ser estudado: a imposição de controles sobre a saída de capitais adotados pela Malásia em 1998-1999. Esse caso é especialmente relevante porque, primeiro, controles sobre a saída (em oposição aos controles sobre a entrada) de capitais são aqueles que sofrem os maiores ataques por parte dos economistas, instituições e governos liberalizantes. Segundo, porque quando foram adotadas as restrições, a comunidade financeira internacional prognosticou o seu rotundo fracasso. E, terceiro, porque a comunidade liberalizante não só previu seu malogro como efetivamente agiu contra a Malásia. No entanto, a despeito de previsões frustradas e ações adversas dos liberalizantes, os controles foram muito bem-sucedidos.

Este artigo visa avaliar as experiências recentes de adoção de controles de capitais com vistas a enriquecer o debate teórico.<sup>4</sup> Buscamos desafiar o aparente consenso em favor da estratégia liberalizante em diferentes níveis, apresentando alternativas e problemas que impõem conclusões cautelosas com relação à conveniência da liberalização. Para tanto, na

---

(4) Uma abordagem teórica, uma classificação de instrumentos de controles de capitais, assim como uma avaliação de trabalhos empíricos sobre o tema, podem ser encontradas em Cardim de Carvalho e Sicsú (2004).

seção seguinte, apresenta-se uma visão geral sobre os controles adotados em diversos países no pós-Segunda Guerra; a seção 2 apresenta uma análise da experiência recente da Malásia, dando ênfase aos controles sobre a saída de capitais. Ao final resume-se as principais conclusões do artigo.

### **1 Uma visão geral sobre experiências recentes com controles de capitais<sup>5</sup>**

Como já foi dito, o Acordo de Bretton Woods deu legitimidade ao emprego de controles de capitais ao determinar ao FMI que não concedesse ajuda financeira a países que estivessem sofrendo de déficits em seus balanços de pagamentos originados em desequilíbrios na conta de capitais. Ao final da Segunda Grande Guerra, a adoção de controles de capitais foi extensiva no mundo desenvolvido, com exceção de Estados Unidos e Alemanha, que preferiram seguir uma orientação mais liberalizante. Apesar dessa orientação, adotaram pontualmente medidas restritivas aos movimentos de capitais. O principal intuito era manter a estabilidade das taxas de câmbio, conforme definido na conferência de Bretton Woods. Para tanto, foram utilizados amplamente controles tanto de entrada quanto de saída de capitais, especialmente na Europa Ocidental e no Japão. Os controles eram calibrados de acordo com as pressões do momento, consistindo na maioria das vezes de instrumentos administrativos. Assim, a França adotou medidas de controle do mercado de câmbio e restrições administrativas à saída de capitais, valendo-se do sistema bancário como agente implementador dessas medidas (a falta de cooperação do sistema bancário levou ao fracasso uma tentativa semelhante na Alemanha). Esses controles foram bastante estritos especialmente na seqüência dos acontecimentos de maio de 1968 e na turbulência política que se seguiu.

O Japão nos anos 1970 também recorreu a controles tanto de entrada como de saída para estabilizar a taxa de câmbio no imediato pós-colapso do sistema de taxas de câmbio fixas acordado em Bretton Woods. Controles de entrada de capitais eram intensificados quando a oferta de recursos externos era abundante, cedendo lugar aos controles de saída quando havia a ameaça de fuga de capitais. Entre os instrumentos de controle de entradas utilizados estavam o desestímulo a adiantamentos de receitas de exportações pelo sistema bancário, a restrição à compra de papéis japoneses por não residentes e a imposição de depósitos compulsórios sobre contas de não residentes em bancos japoneses. Os instrumentos de controle de saída eram a proibição de compra de papéis de curto prazo estrangeiros por residentes e a manutenção de contas bancárias de residentes em moeda estrangeira. Além disso, como é comum naquele país, a adesão *voluntária* a exortações do governo tornavam eficazes também restrições a investimentos em papéis estrangeiros por parte de investidores institucionais japoneses, assim como restrições à concessão de financiamento, por parte dos bancos japoneses, a investimentos no exterior.

Enquanto França e Japão fornecem exemplos do uso de restrições de natureza administrativa à circulação internacional de capitais, os Estados Unidos, apesar de sua postura geralmente liberalizante, oferece pelo menos um exemplo de controles através de incentivos de mercado. Em 1963, para estancar uma fuga de capitais para a Europa, motivada principalmente pelo diferencial entre as taxas de juros mais altas naquele continente e as taxas mais baixas no mercado americano, o governo americano criou o

---

(5) As principais fontes de informação usadas nesta seção são Bakker e Chapple (2002) e Ariyoshi et al. (2000).

Imposto de Equalização de Juros. Esse imposto cobriria a diferença, para os capitais tomados emprestados nos Estados Unidos por aplicadores na Europa, entre as duas taxas de juros, de modo a desestimular a tomada de empréstimos no mercado americano para investimento no mercado financeiro europeu. Não se adotou nenhuma restrição quantitativa à saída de capitais, apenas tentou-se remover o incentivo a esse movimento.

Controles sobre saída de capitais também foram utilizados na Espanha quando da crise do sistema monetário europeu, em 1992. A adoção de controles na Espanha foi explicada por razões semelhantes às que levaram a Malásia, em 1998, a fazer o mesmo: evitar a alta da taxa de juros doméstica que seria necessária para fazer reverter fugas de capitais. No caso espanhol, as medidas de controle adotadas tentavam focalizar operações específicas, particularmente aquelas envolvendo capitais especulativos. O instrumento usado foi a imposição de depósitos compulsórios sobre as posições em moeda estrangeira dos bancos espanhóis e sobre empréstimos desses bancos a não residentes. Também foram impostos depósitos compulsórios sobre posições dos bancos espanhóis em agências no exterior.

Dentre os instrumentos utilizados por países em desenvolvimento, encontramos também, com muita frequência, medidas de natureza administrativa. O exemplo talvez mais conspícuo da adoção de controles de capitais é o da República Popular da China, onde transações de capitais são simplesmente dependentes de autorização específica. Em outras palavras, não são as restrições que são especificadas, mas, ao contrário, as exceções. As operações financeiras com o exterior, de entrada ou de saída, são examinadas em detalhe, com apoio em exigências estritas de documentação. Também no outro exemplo citado com frequência, a Índia, apesar de movimentos na direção de alguma liberalização, predomina a utilização de restrições de natureza quantitativa e administrativa a transações de capitais.

Já países que seguiram uma estratégia mais definidamente liberalizante tendem ou a suprimir controles ou a adotar instrumentos *amigáveis ao mercado*. Nesse caso, não se proíbem ou se limitam transações de tipos determinados, mas, como no caso americano citado anteriormente, tenta-se desestimular certas formas de movimento de capitais. O exemplo mais citado é o chileno nos anos 1990, que foi seguido de perto por outros países, inclusive o Brasil em torno da implementação do Plano Real, pela Colômbia entre 1993 e 1998, pela Tailândia no período entre 1995 e 1997 e pela Malásia em 1994. Na década de 1990, o principal problema a levar ao emprego de controles não era a possibilidade de fugas de capitais (ainda que estas tenham ocorrido de tempos em tempos), mas a superabundância de liquidez no sistema monetário internacional. Esse excesso de liquidez dava origem a amplos movimentos de entradas de capitais em países em desenvolvimento, valorizando a moeda local (prejudicando, com isso, as exportações do país) e pressionando a oferta doméstica de liquidez (muitas vezes, como nos casos latino-americanos, em países que tentavam adotar planos de estabilização de preços). A alternativa à restrição de entrada de capitais nesses países seria a colocação de grandes volumes de dívida pública no mercado doméstico para absorver o excesso de liquidez. Os limites dessa estratégia eram dados, no entanto, pela necessidade de evitar que se sobrecarregassem as finanças públicas com o serviço de uma dívida crescente.<sup>6</sup>

O instrumento usado em todos os países listados no parágrafo anterior foi a imposição de depósitos compulsórios, geralmente não remunerados e resgatáveis depois de

---

(6) Cuidado que, na verdade, não foi tomado no Brasil, especialmente no primeiro governo Fernando Henrique Cardoso, levando a um crescimento explosivo da dívida pública.

um período variável de país a país, mas sempre relativamente longo, sobre entradas de capitais estrangeiros (a Malásia, tal como será visto na próxima seção, adotou também instrumentos de controles administrativos). No caso chileno, os depósitos tinham de ser feitos sobre entradas de capitais de todos os tipos. Esperava-se que isso favorecesse os capitais de longo prazo, nos quais o custo de manutenção de reservas seria diluído no tempo, o que as evidências indicam ter sido obtido.

As experiências citadas não foram, de modo algum, únicas ou excepcionais. Na verdade, numa perspectiva temporal mais longa, a liberalização alcançada atualmente é mais excepcional, desde o início do século passado, que a adoção de controles de capitais. De modo geral, construiu-se uma tecnologia de controle, pela qual entradas excessivas de capitais podem ser evitadas por instrumentos *amigáveis ao mercado*, como a imposição de requisitos de reservas sobre esses fluxos, enquanto saídas parecem ser mais eficientemente controladas por restrições de natureza administrativa, como proibições e imposição de limites quantitativos.

## 2 Controles de capitais na Malásia<sup>7</sup>

Mais recentemente, houve dois períodos em que a Malásia adotou controles sobre o fluxo de capitais. No início de 1994, introduziu controles sobre a entrada de capitais, já que a taxa de juros doméstica e a expectativa de apreciação da sua moeda atraíam volumosas quantias de capitais de curto prazo para a sua economia. Aplicações de prazos mais longos também eram atraídas, já que o país apresentava sinais de estabilidade macroeconômica duradoura associada a uma forte perspectiva de crescimento. As medidas adotadas foram as seguintes:

- (1) os residentes foram proibidos de vender ativos financeiros para não residentes com prazo de maturidade inferior a um ano;
- (2) os bancos comerciais foram proibidos de realizar certas transações financeiras com não residentes;
- (3) o endividamento bancário no exterior foi limitado; e
- (4) parte das aplicações de bancos estrangeiros em ativos domésticos era não remunerada.

No final de 1994, as medidas foram relaxadas já que os seus objetivos foram alcançados: houve a redução do fluxo do capital de curto prazo e a expansão monetária decorrente desse fluxo foi, portanto, contida. Houve, no segundo semestre daquele ano, uma forte redução no passivo externo dos bancos, enquanto o fluxo de capitais de prazos mais longos não foi afetado. Os controles, dessa forma, se mostraram efetivos em reduzir o volume, assim como em alterar os prazos de permanência dos capitais. Assim, as pressões sobre o mercado cambial foram dissolvidas.

O segundo episódio, e mais interessante como experiência a ser analisada de controles, foi o da saída de capitais da Malásia, durante a crise asiática de 1997-1998, em que o *ringgit*, a moeda malaia, se desvalorizou de aproximadamente 2,50 para 4,20 por dólar americano desde o final do primeiro semestre de 1997 a agosto de 1998 – apesar de a economia da Malásia apresentar *sólidos fundamentos* (Aryioshi et al., 2000, p. 100).<sup>8</sup> A

(7) As principais fontes de informação usadas nesta seção são Aryioshi et al. (2000); Tamirisa (2004) e Kaplan e Rodrik (2001).

(8) A economia malaia apresentava, então, dados relativamente seguros. O seu Produto Interno Bruto (PIB) cresceu, em 1996, 8,6%, e em 1997, 7,5%. Sua inflação nesse período era inferior a 3%, o desemprego

Malásia tem uma característica muito especial. Sua moeda possuía um forte mercado *offshore* (fora das fronteiras), especialmente, em Cingapura, uma cidade-país localizada próximo à Malásia. Portanto, bancos no estrangeiro recebiam a moeda malaia (inclusive na forma de depósitos) e podiam convertê-la em moeda estrangeira, ou seja, o mercado *offshore* podia se transformar numa porta para a fuga de capitais e, então, era um mercado que, em algum grau, podia ter influência sobre a taxa *ringgit*-dólar. Sendo assim, o controle sobre o movimento de saída de capitais na Malásia ocorreu também sobre o movimento de *ringgit* através das fronteiras malaias.

No dia primeiro de setembro de 1998, foi imposto um amplo conjunto de instrumentos de controles sobre a saída de capitais para reduzir a pressão latente de desvalorização da moeda doméstica. Os investimentos diretos estrangeiros e as transações internacionais comerciais ficaram isentos. No segundo semestre de 1997, a fuga de capitais tinha atingido cifras consideráveis e o nível de reservas do Banco Central estava muito baixo (no início de 1997, suas reservas somavam mais de 27 bilhões de dólares; no início de 1998, somavam menos de 21 bilhões). Os controles e medidas adotadas visavam desmontar o mercado *offshore* de moeda doméstica, reduzir a atividade especulativa contra o *ringgit*, impedir a fuga de capitais e alongar o perfil das aplicações de não residentes na Malásia, sem recorrer a elevações da taxa de juros que estrangulassem a economia malaia, a exemplo do que ocorreu com os países asiáticos que seguiram as políticas propostas pelo FMI. Três blocos de medidas foram adotados.

O primeiro bloco de medidas visava desmontar o mercado *offshore* de *ringgit* e, simultaneamente, reduzir a oferta de moeda doméstica para aqueles que especulavam contra o valor em dólares do *ringgit*. As medidas foram as seguintes:

- (1) repatriação obrigatória de todos os recursos legalmente mantidos em *ringgit* fora do país por parte de residentes; os bancos malaio foram proibidos de transacionar com *ringgit* no exterior (antes, existiam limites para essas transações);
- (2) limites foram impostos sobre o carregamento de recursos em *ringgit* por parte de viajantes residentes ou não residentes (antes, não existiam limites);
- (3) os bancos malaio estabelecidos no país ou no exterior foram proibidos de realizar certas transações financeiras específicas que possibilitavam a fuga de capitais em *ringgit* (o que antes existia eram limites para essas transações);
- (4) residentes foram proibidos de conceder e de obter crédito em *ringgit* de não residentes (antes, existiam limites para essas operações);
- (5) todas as transações comerciais com o exterior foram obrigadas a se realizar em moeda estrangeira;
- (6) medidas legais foram reativadas com o objetivo de proibir que ações de empresas malaio fossem negociadas em Cingapura (tais negociações eram em *ringgit*).

O segundo bloco de medidas objetivava impedir a saída de capitais de residentes e de não residentes:

- (1) necessidade de aprovação, para não residentes, de conversão de moeda doméstica depositada em bancos malaio no exterior em moeda estrangeira, salvo se tal operação fosse para comprar ativos malaio (anteriormente, não existia qualquer restrição dessa natureza);

---

também. Era reconhecido que o aumento da renda era dividido de forma equilibrada entre os diversos grupos sociais e étnicos. Havia investimentos elevados em educação. Somente uma variável não era positivamente avaliada pelos mercados financeiros e o FMI, a relação dívida/PIB: era um pouco menor que 60%.

(2) não residentes ficaram impedidos de repatriar recursos obtidos com a venda de ativos financeiros da Malásia por 12 meses, a contar da data da transação de venda (anteriormente, não existia qualquer restrição dessa natureza);

(3) necessidade de aprovação prévia para realização de investimentos no exterior além de certos limites por parte de residentes, *independentemente da forma da transação* (antes tal medida era aplicada somente a empresas residentes endividadas internamente);

(4) a quantidade de remessa de recursos de dólares ao exterior por parte de residentes foi limitada de acordo com a quantidade de recursos trazidos para a Malásia por não residentes (antes, era necessária a aprovação de operações de exportação de moeda estrangeira, mas não havia qualquer limite).

O terceiro e último bloco de medidas, adotado em 15 de fevereiro de 1999, objetivava desencorajar os investimentos em porta-fólio de curto termo e, ao mesmo tempo, permitir a saída de capitais de forma não abrupta. As medidas foram as seguintes:

(1) para investimentos feitos antes de 15 de fevereiro daquele ano, alíquotas regressivas de imposto (relativas ao tempo de permanência) sobre a saída de capitais de não residentes oriundos da venda de investimentos financeiros (ações, títulos públicos e outros papéis) foram estabelecidas: 30% se o principal fosse repatriado menos de 7 meses depois da data de entrada; 20% se fosse repatriado entre 7 e 9 meses; 10% para a saída de capitais que permaneceram 9 a 12 meses e não havia alíquota para a saída de recursos de duração superior a 12 meses (não havia imposto sobre a remessa de lucros, juros, dividendos e aluguéis);

(2) para investimentos feitos depois de 15 de fevereiro, alíquotas regressivas de imposto (relativas ao tempo de permanência) sobre a saída de capitais de não residentes oriundos dos *ganhos* de venda de investimentos financeiros (ações, títulos públicos e outros papéis) foram estabelecidas (os investimentos feitos antes de 15 de fevereiro eram tributados sobre o principal; aqueles feitos depois eram tributados sobre a variação do capital): nenhuma taxa era cobrada sobre a saída de recursos na forma de remessas de juros, dividendos e aluguéis; as alíquotas cobradas eram de 30% sobre os ganhos de capital obtidos em menos de 12 meses e 10% sobre os ganhos obtidos após 12 meses.

Embora essas últimas medidas adotadas objetivassem explicitamente reduzir a velocidade de saída dos capitais, a taxação dos *ganhos* obtidos sobre os capitais que entraram depois de 15 de fevereiro tinha o efeito potencial também de reduzir a entrada de capitais de curto prazo. O investidor ao comprar um lote de ações já descontaria do ganho esperado a alíquota de 30%, no caso de realizar um investimento de curto termo, ou de 10%, no caso de realizar um investimento de maturidade superior a um ano. Embora a taxação somente ocorresse na saída, era um fator inibidor à entrada de capitais voláteis que se dirigiriam particularmente à Bolsa de Kuala Lumpur.

Mediante a apresentação dos documentos necessários, os bancos comerciais (por delegação do Banco Negara, o banco central malaio) realizavam diversas transações referentes ao controle de capital – todas as transações com seus respectivos documentos eram apresentadas de forma freqüente ao Banco Negara. Não foram estabelecidas penalidades no caso de as medidas de controles serem burladas; entretanto, os bancos eram monitorados com certo cuidado pelas autoridades que utilizavam também o seu poder de convencimento e pressão para reforçar o cumprimento dos controles.

Os controles sobre a saída de capitais foram estabelecidos em uma situação de crise com objetivo de superá-la e de recuperar a autonomia sobre a política monetária que teria que manter as taxas de juros em patamares elevados para conter a fuga de capitais, dissolver a pressão especulativa sobre a taxa de câmbio e reduzir a perda de reservas por parte do Banco Negara – tal como confirmado por um técnico do FMI:

O principal objetivo das medidas [de controle] era recuperar a independência da política monetária... e estabilizar os fluxos de capitais de curto termo (Ötker-Robe apud Aryioshi et al., 2000, p. 96).

A introdução das medidas de controles foi acompanhada da fixação da taxa de câmbio (que estava sob um regime flutuante), da redução da taxa de juros seguida de medidas de ampliação do crédito e da manutenção da política fiscal de gastos, iniciada nos primeiros dias de 1998, que tinham o objetivo explícito de estimular o crescimento econômico.

Os resultados dos controles foram extremamente positivos. O mercado *offshore* de *ringgit* foi eliminado. Os controles foram efetivos, isto é, não houve fugas significativas por canais legais ou ilegais. Não surgiu, de forma significativa, qualquer mercado paralelo de dólares. Não houve subvalorização das exportações, nem sobrevalorização das importações (é o que mostra um relatório do Banco Morgan Stanley citado no estudo de Aryioshi et al., 2000, p. 99, nota 100). O mercado legal futuro de dólares se manteve. Assim, o fluxo de saída de capitais iniciado no segundo semestre de 1997 foi contido. A pressão especulativa foi dissolvida e o câmbio se manteve fixo. Emergiram, então, as condições favoráveis para que fossem mantidas as políticas monetária e fiscal expansionistas.<sup>9</sup>

Apesar da eficácia dos controles e da manutenção das políticas expansionistas, o PIB no ano de 1998 contraiu-se em 6,7%. Contudo, a recuperação foi rápida, e as reservas no início de 1999 já alcançavam um patamar superior a 29 bilhões de dólares – essa rápida recuperação das reservas também pode ser explicada pela redução das importações devido à queda da demanda no ano de 1998 e pelo retorno da confiança do investidor financeiro na estabilidade do *ringgit*, esvaziando planos especulativos. O sucesso das medidas de controles na Malásia pode ser atribuído em grande parte: (1) à abrangência dos instrumentos de controles que evitaram *truques* legais ou ilegais que poderiam burlar as regras estabelecidas – não existiam exceções às regras; quando elas existem, os capitais podem tomar a forma das exceções e fugir; e (2) ao esforço do Banco Negara em ampliar a transparência e o entendimento das medidas adotadas para reduzir as resistências.<sup>10</sup>

A reação externa, contudo, não foi favorável às medidas. As agências de avaliação de risco (Moody's, Thompson Watch e Fitch) reduziram o *rating* de crédito soberano da Malásia justificando que as medidas de controles representavam uma ameaça às transações comerciais com o exterior e aos investimentos diretos – que eram as mais importantes variáveis que explicavam o rápido desenvolvimento econômico do país. A Malásia foi retirada do índice do Morgan Stanley de investimentos em mercados emergentes que orienta os administradores dos grandes fundos internacionais. O Morgan Stanley anunciou que a retirada tinha sido para sempre e que a inclusão da Malásia no índice anteriormente tinha sido uma aberração (ver Aryioshi et al., 2000, p. 104, nota 112). Assim, o custo de captação externa por parte do governo, bancos e empresas aumentou. O FMI também encontrou uma fórmula para tentar enfraquecer as medidas. O Fundo promoveu uma imediata averiguação local para determinar se as medidas estavam de acordo com o artigo VIII dos estatutos da instituição que se refere às “obrigações gerais dos membros”.<sup>11</sup> Por fim, o FMI considerou que o conjunto de medidas estava em

---

(9) Em recente estudo econométrico do FMI, Tamirisa (2004) concluiu que os controles sobre a saída de capitais facilitaram a redução da taxa de juros na Malásia durante a crise.

(10) O Banco Negara fazia reuniões e seminários para investidores com o objetivo de dirimir dúvidas sobre as medidas de controles adotadas e, posteriormente, emitiu notas de esclarecimento e *press releases* que foram compilados na publicação *A guide to the exchange control rules*.

(11) O artigo VIII afirma que os membros do Fundo não podem impor restrições ou práticas discriminatórias ao pagamento de compromissos correntes.

conformidade com o artigo, mas avaliou que sua implementação deveria, ainda assim, ser mantida sob acompanhamento.

O apoio doméstico às medidas de controles foi rapidamente conquistado. A queda da taxa de juros e a estabilidade cambial foram vistos pelo empresariado malaio como algo extremamente positivo. Os empresários sob aquelas condições poderiam planejar receitas, custos e compromissos de dívidas futuros. A comunidade financeira internacional relaxou as suas restrições já em 1999. A Malásia voltou ao índice de referência para investimentos financeiros publicado por bancos e instituições privadas (inclusive do Morgan Stanley). O spread de juros cobrados sobre os títulos soberanos caiu de aproximadamente 10% ao final de 1998 para menos que 2% no segundo trimestre de 1999.

Em estudo bastante conhecido, Kaplan e Rodrik (2001) constataram que a recuperação da crise de 1997-1998 pela Malásia foi mais rápida e com menos custos quando comparada com a da Tailândia e da Coreia que seguiram os programas de recuperação/empréstimos do FMI. Os autores compararam a situação desses países um ano depois de terem adotado controles de capitais (no caso da Malásia) ou programas orientados pelo FMI (no caso dos outros dois países). A recuperação malaia foi, de fato, impressionante. A indústria cresceu 8,5%, em 1999 e o PIB cresceu 5,4%; em 2000, cresceu 7,8%, e em 2001, 7%. A inflação, que em 1998 foi de 5,3%, em 1999, foi de 2,8%; em 2000, de 2,2% e em 2001, de 2,8%. A relação dívida/PIB, que era a única variável mal avaliada pelo FMI e a comunidade financeira em 1996 quando atingiu um patamar próximo a 60%, se manteve em trajetória ascendente do período da crise aos dias de hoje, em que está em um patamar superior a 70%.

Por último, cabe ser ressaltado que a Malásia fez exatamente o oposto do que sugere o receituário-padrão do FMI para o enfrentamento de crises de fuga de capitais que se transformam em crises cambiais. O FMI propõe a flutuação da taxa de câmbio, a Malásia fixou a taxa de câmbio. O FMI sugere a elevação da taxa de juros, a Malásia a reduziu. O FMI receita a redução dos gastos públicos para estabilizar (isto é, reduzir) a relação dívida pública/PIB, a Malásia aumentou os gastos públicos e impôs uma trajetória ascendente para essa relação. Mas tudo isso somente foi possível porque a Malásia neutralizou, através da adoção de controles, os possíveis impactos que a plena mobilidade de capitais poderia ter causado na sua economia. Sem a adoção de controles de capitais, a estratégia malaia expansionista de enfrentamento da crise não teria sido possível. Na ausência de controles, somente restaria a opção de adoção da estratégia recessiva do FMI.

Importante ainda ser mencionado é que se o mercado financeiro ameaçar com um novo ataque contra o *ringgit*, poderá ser punido novamente com a perda de liquidez das suas aplicações; então, será certamente mais cauteloso nesse país. Portanto, os controles adotados no passado ainda são hoje um valioso ativo nas mãos da Malásia. O lastro desse ativo, além da experiência bem-sucedida de 1998-1999, é o artigo VI dos estatutos de fundação do FMI.

## Conclusão

Controles de capitais têm sido objeto de intensa crítica de economistas liberais, especialmente na última década. Alega-se que tais controles desestimulam investidores externos e, com isso, contribuem para manter elevadas as taxas de juros domésticas nos países que se recusam a abrir suas contas de capitais. Esses argumentos, como mostrado amplamente na literatura, são não apenas falsos, mas profundamente irresponsáveis. Mesmo defensores da conversibilidade das contas de capitais, jargão do FMI para a abertura financeira, têm sido incapazes de demonstrar seus benefícios. Por isso mesmo,

concedem, ainda que com mal disfarçado desgosto, que o assunto deva ser mais estudado, para que as virtudes da liberalização possam ser eventualmente descobertas. Outros, como Stanley Fischer (1998) e alguns economistas brasileiros, preferem a via teológica: simplesmente crêem que essas virtudes existem e se os estudos empíricos não conseguem encontrá-las, pior para os estudos empíricos.

Neste trabalho mostramos que a evidência disponível é amplamente favorável à adoção de uma atitude no mínimo cautelosa quanto à conveniência de países em desenvolvimento eliminarem restrições sobre a movimentação internacional de capitais. Mostramos que mesmo países desenvolvidos apenas muito recentemente convenceram-se da desejabilidade de contas de capitais abertas. Muitos mantêm mesmo várias restrições, ainda que sob mantos variados, como o da regulação financeira doméstica de natureza prudencial. Mais relevante para países em desenvolvimento é a experiência de países como a Malásia, que administrou uma grave crise de balanço de pagamentos através da imposição de controles, e que hoje é amplamente apontada como um exemplo de sucesso, até mesmo pelos círculos que previram sua descida ao inferno quando da adoção daqueles instrumentos. O exemplo da notável prosperidade chinesa e, em menor escala, da indiana, países que não se deixaram levar pelo canto de sereia da liberalização, tornou-se quase um clichê.

A lição da experiência, até o presente, é clara. A eliminação de controles de capitais expõe as economias a turbulências, cujos benefícios são muito pequenos, provavelmente inexistentes. A crença profunda e ilimitada na sabedoria espontânea dos mercados é matéria para culto, não para a prática de política econômica.

#### Referências bibliográficas

- ARYIOSHI, A.; HABERMEIER, K.; LAURENS, B.; OTKER-ROBE, I.; CANALES-KRILJENKO, J.; KIRILENKO, A. *Country experiences with the use and liberalization of capital controls*. Washington, DC: IMF, 2000. (Occasional Papers, n. 190).
- BAKKER, A.; CHAPPLE, B. *Advanced country experiences with capital account liberalization*. Washington, DC: IMF, 2002. (Occasional Papers, n. 214).
- CARDIM DE CARVALHO, F.; SICSÚ, J. Controvérsias recentes sobre controles de capitais. *Revista de Economia Política*, v. 24, n. 2, abr./jun. 2004.
- FISCHER, S. Capital account liberalization and the role of the IMF. *Essays in International Finance*, Princeton, n. 207, 1998.
- KAPLAN, E.; RODRIK, D. *Did the Malaysian capital controls work?* 2001. (NBER Working Paper, n. 8142).
- NEELY, C. An introduction to capital controls. *St Louis Federal Reserve Bank Review*, v. 81, n. 6, Nov./Dec. 1999.
- TAMIRISA, N. *Do macroeconomic effects of capital controls vary by their type? Evidence from Malaysia*. Washington, DC: IMF, 2004. (IMF Working Paper, n. /04/3).
- WYPLOSZ, C. Financial restraints and liberalization in postwar Europe. In: CAPRIO, G.; HONOHAN, P.; STIGLITZ, J. (Org.). *Financial liberalization, how far, how fast*. Cambridge, Mass: Cambridge University Press, 2001.