

Controle de capitais e reformas liberais: uma comparação internacional¹

Pedro Paulo Zahluth Bastos²

André Martins Biancareli³

Simone Silva de Deos⁴

Resumo

O artigo tem por objetivo discutir vantagens e desvantagens de formas diversas de controle de capitais à luz da experiência de cinco países que realizaram programas diferentes de liberalização financeira externa: Chile, China, Índia, Malásia e Tailândia. Essas experiências são avaliadas comparando: 1) as formas de inserção desses países na economia mundial; 2) o momento de implementação dos controles; 3) os objetivos visados e sua relação com outros instrumentos de política econômica. Inicialmente, apresentam-se as linhas gerais da discussão contemporânea sobre o tema, tomando como eixo as posturas do FMI e o posicionamento recente de economistas brasileiros, com o intuito de ressaltar vantagens e desvantagens de possíveis instrumentos de controle, dada a configuração atual das finanças internacionais. A seguir, avaliam-se os casos nacionais. A conclusão principal é que se saíram melhor os Estados que preservaram controles sobre o volume, a composição e o prazo dos fluxos líquidos de financiamento externo, evitando programas extremos de liberalização da conta financeira e complementando os controles externos com controles sobre o volume, a composição e o prazo dos fluxos de financiamento internos.

Palavras-chave: Controle de capital; Estratégias – Desenvolvimento; Reforma liberal; Análise comparada.

Abstract

Capital controls and neo-liberal structural reforms: an international comparison

The purpose of this article is to discuss the advantages and disadvantages of different forms of capital controls in light of the experiences of five developing countries which implemented different programs of international financial liberalization: Chile, Malaysia, Thailand, China and India. We analyze these experiences comparing: 1) the types of links of these countries to the global economy; 2) the timing of the implementation of such controls; 3) the expected goals and their relation with other economic policy instruments. To achieve that, we first present a brief analysis of the historical context in which the multilateral agenda about liberalization/capital controls developed during the 1990's, emphasizing IMF's postures; subsequently we present a survey of recent Brazilian debates, regarding advantages and disadvantages of capital controls; and then we move to the international comparative analysis. The main conclusion is that have done better those States which preserved

(1) Versões anteriores deste artigo foram apresentadas no X Encontro Nacional de Economia Política em 2005 e no III Congresso Latino-Americano de Ciência Política em 2006. Agradecemos os comentários feitos nessas ocasiões por Alexandre Queiroz Guimarães, Daniela Prates, Franklin Serrano, Lúcio Flávio de Almeida, Luiz Fernando de Paula, Paul Cooney, Paulo Gala, Reinaldo Gonçalves e Sebastião Velasco e Cruz; agradecemos também a dois pareceristas anônimos da revista, eximindo-os dos erros remanescentes.

(2) Professor-Doutor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp).

(3) Professor e doutorando do Instituto de Economia da Unicamp.

(4) Professora-Doutora do Instituto de Economia da Unicamp.

controls over the volume, composition and maturity of net international financial flows, rejecting radical liberalization programs of the financial account, and complementing cross-border controls with controls over the volume, composition and maturity of local financial flows.

Key words: Capital controls; Development strategies; Liberalization reforms; Comparative analysis.
JEL F32, F36, O57.

O artigo discute as vantagens e desvantagens de formas diversas de controles de capitais com base na análise da experiência de um conjunto de países que realizaram, com ritmo, amplitude e profundidade diferentes, políticas de liberalização de suas transações financeiras internacionais na década de 1990. A escolha dos países (Chile, China, Índia, Malásia e Tailândia) teve por objetivo comparar países com estratégias diferenciadas de desenvolvimento econômico e inserção internacional, que implementaram ou mantiveram controles de capitais em momentos diversos de sua estratégia de liberalização, com objetivos e resultados também marcados pela diversidade.

A análise comparativa das experiências de controle de capitais e reformas liberais indica que, embora a liberalização financeira possa abrir oportunidades de negócios capazes, em certas circunstâncias e por algum tempo, de produzir círculos virtuosos de ampliação da renda e do emprego, ela também pode provocar desequilíbrios econômicos graves se não for implementada de maneira seletiva e gradual, e complementada por políticas que visem a reduzir riscos associados ao endividamento externo, particularmente de curto prazo.

Em momentos de abundância de liquidez internacional, o uso de controles à entrada de capitais pode alongar o prazo de passivos externos, evitar apreciação cambial e seus efeitos sobre a conta comercial, e preservar maior autonomia de política macroeconômica. Ademais, o recurso a controles seletivos voltados ao movimento de capitais de curto prazo não inibe necessariamente a entrada de capitais de maior prazo, quando desejados. Pelo contrário, pode estimular sua atração, desde que permita que o horizonte do investidor seja balizado por políticas de crédito e câmbio atraentes, e por mecanismos de controle da dívida pública que não deprimam o gasto público, nem prejudiquem o planejamento de investimentos em infra-estrutura. Ou seja, controles de capitais podem ser usados para aumentar benefícios e reduzir os riscos de estratégias de liberalização financeira externa, particularmente quando complementem um conjunto de políticas orientadas para o investimento em capital fixo e, sobretudo, articulem-se a estratégias de desenvolvimento que combinem integração do mercado interno e incentivo às exportações.

Em momentos de crise de liquidez internacional, por sua vez, o recurso a controles de saída de capitais pode limitar ataques especulativos, e a emergência de crises gêmeas (financeira e cambial) associadas à acumulação de riscos de crédito e/ou de descasamento de moedas e prazos durante o ciclo de endividamento (propiciado e induzido pela liberalização). Em suma, a comparação internacional indica que se saíram melhor os Estados que evitaram programas

extremos de liberalização da conta financeira, e preservaram controles sobre o volume, a composição e o prazo dos fluxos líquidos de financiamento.

O artigo está organizado do seguinte modo: de início, apresenta as linhas gerais da discussão contemporânea tomando como eixo as posturas do FMI (seção 1) e o posicionamento de economistas brasileiros (seção 2), com o intuito de ressaltar as vantagens dos possíveis instrumentos de controle, dada a configuração atual das finanças internacionais. A seguir, apresenta um resumo dos cinco casos nacionais de uso de controles de capital (seção 3), procurando diferenciá-los quanto às formas de inserção desses países na economia mundial, ao momento de implementação das medidas, aos objetivos visados e sua relação com outros instrumentos de política econômica. Considerações finais encerram o trabalho.

1 Os controles na agenda internacional

Nos anos 1990, a agenda financeira internacional pode ser dividida em dois períodos, tendo como marco as crises de 1997. Na primeira fase, a agenda de liberalização financeira defendida pelo Fundo Monetário Internacional e pelo Departamento do Tesouro estadunidense difundiu-se rapidamente, visando a integrar os chamados mercados emergentes à globalização financeira. Governos de países que abrigam centros de serviços financeiros e mercados de capitais internacionais também se mostraram favoráveis à liberalização, concluída na OCDE até o final dos anos 1980 e transferida, a seguir, também para a agenda do GATS na OMC. Formou-se, assim, ao longo da década, uma ampla coalizão internacional interessada no estabelecimento de regras que limitassem a possibilidade de imposição soberana de controle de capitais, defendendo liberar tanto autorizações de estabelecimento para venda de serviços, quanto fluxos financeiros transfronteiriços. O objetivo era disciplinar países com histórico de moratórias e controles cambiais e que faziam a “volta ao mercado” depois das crises da dívida externa nos anos 1980; e abrir seu mercado de serviços financeiros a investimentos externos oriundos dos países centrais.⁵

As reformas liberalizantes já eram recomendadas pelo Departamento do Tesouro (e mais tarde pelo FMI) na segunda metade dos anos 1980, mas tiveram pouca eficácia antes que aplicadores voltassem a buscar rendimentos superiores em mercados emergentes, fugindo da recessão conjunta das economias desenvolvidas no início dos anos 1990. Nesse contexto, os países receptores liberaram contas financeiras,⁶ reagindo de modo quase simultâneo, mas

(5) Sobre a economia política dessas pressões liberalizantes, cf. Helleiner (1994), Louriaux et al. (1997), Gowan (1999) e Abdelal (2006).

(6) Sabe-se que, para fins de organização das contas externas, o Brasil utiliza, desde janeiro de 2001, as recomendações da quinta edição do manual de balanço de pagamentos do FMI, que introduz a “conta financeira” e a ela incorpora praticamente todas as transações da antiga “conta de capital” – que passou a registrar apenas as transações relativas a transferências unilaterais de patrimônio de migrantes e a aquisição/alienação de bens não financeiros não produzidos (a cessão de marcas e patentes é o grande exemplo).

descentralizado, a pressões de mercado pela “desregulamentação competitiva”, visando a atrair capitais oriundos de países desenvolvidos. Os aplicadores, por sua vez, buscavam rendimentos e riscos maiores, mas se mostravam incomodados com a ausência de regimes multilaterais que garantissem ou, pelo menos, regulamentassem as condições de retirada dessas aplicações e seus rendimentos líquidos.

A pressão diplomática a favor de acordos de liberalização financeira iniciou-se com o *boom* dos mercados emergentes nos anos 1990, aumentou depois da crise mexicana em 1994-1995, e chegou ao auge na Assembléia Conjunta do FMI e do Banco Mundial em setembro de 1997. Coincidentemente, essa assembléia havia sido agendada para Hong Kong antes da crise financeira e cambial asiática. O documento preparatório do Comitê Interino era ambicioso, propondo emendas dos Artigos do Acordo do Fundo que inverteriam o espírito do texto negociado por Keynes e White durante a guerra, alegando, de fato, ser tempo de acrescentar “um novo capítulo ao Acordo de Bretton Woods. Os fluxos de capital privado adquiriram muito mais importância para o sistema financeiro internacional, e um sistema cada vez mais aberto e liberal provou ser altamente benéfico à economia mundial”.⁷

O “terremoto” sobre os mercados mundiais inviabilizou a emenda que tornava a liberalização financeira um dos objetivos explícitos do FMI. Depois das crises ocorridas a partir de 1997, ela foi substituída por uma agenda típica da crise financeira. O escopo de propostas da nova agenda ia desde a eliminação completa ou o enfraquecimento severo do FMI (sob inspiração de figuras de prestígio do Partido Republicano, como George Schultz e Allan Meltzer) a seu reforço financeiro e político (indesejável para importantes países membros). Ao mesmo tempo, vozes bem posicionadas e críticas à liberalização – por exemplo Rodrik (1998) e Stiglitz (2000) – se faziam ouvir nos círculos acadêmicos e, com menor influência, nos organismos financeiros multilaterais. Na prática, os debates no Fundo centraram-se em torno à proposta formalizada no final de 2001 pela vice-diretora-gerente, Anne Krueger, regulamentando a suspensão temporária de pagamentos, a moratória preventiva e a reestruturação ordenada da dívida externa durante crises financeiras, evitando que a solvência de um país sofra contágio de crises de liquidez.⁸

(7) Apud Blustein (2002). Ver também o discurso de abertura da Reunião Conjunta, feito por S. Fischer, publicado em *Essays in International Finance*, n. 207, May 1998, que traz outros artigos sobre o tema.

(8) Significativamente, Krueger (2002) admitia que a globalização financeira tinha avançado excessivamente desregulamentada: “Processos de grande extensão nos mercados de capitais, nas últimas duas ou três décadas, não foram acompanhados pelo desenvolvimento de um arcabouço regulatório confiável para a coordenação do crédito, no qual os papéis dos devedores, credores e da comunidade internacional sejam claramente definidos”. Sobre essa e outras propostas discutidas no período, ver, por exemplo, Ghosal e Miller (2003). Cabe lembrar que alguns *papers* da equipe técnica do FMI passaram a enfatizar as imperfeições da liberalização e mesmo a admitir, em certas circunstâncias, o efeito positivo do controle de capitais. Ver, em especial, Prasad et al. (2003).

Essa proposta também não vingou, em razão da resistência do Departamento do Tesouro dos EUA a conferir poder à agência multilateral para coordenar reestruturações de dívidas. Foi retirada de pauta nas vésperas da Assembléia Conjunta do FMI e do Banco Mundial de abril de 2003, em Washington. Em seu lugar, foi alçada ao centro da agenda a Cláusula de Ação Coletiva (CAC), mecanismo defendido pelo Tesouro e mediante o qual eventuais reestruturações seriam realizadas diretamente entre governos devedores e, pelo menos, a maioria dos credores.⁹

Enquanto os impasses em torno a um regime de regulamentação multilateral da suspensão temporária de pagamentos e de reestruturação da dívida se confundem com controvérsias sobre as funções do FMI, questionando seu papel na prevenção/gerenciamento de crises financeiras, reações nacionais se desenvolvem, seja por países exportadores, seja por importadores de capitais. Alguns países credores vêm seguindo o exemplo de proteção de aplicadores dos Estados Unidos, que negociaram regras contra imposição de novos controles à saída, ou preferências para liberação de recursos caso uma imposição geral de controles se imponha, em acordos recentes celebrados com Cingapura e Chile. Enquanto isso, alguns países em desenvolvimento recorrem a controles de capitais para diminuir sua vulnerabilidade a certos efeitos indesejáveis da liberalização financeira.

Nesse contexto, opiniões de representantes do *mainstream* acadêmico, favoráveis a outros aspectos da liberalização econômica, contestam idéias estabelecidas sobre vantagens da abertura financeira e enxergam com olhos complacentes – até elogiosos – uma inserção mais prudente.¹⁰

2 Os controles e suas vantagens, na voz dos economistas brasileiros

Se a agenda internacional caminha na direção de maior abertura às vantagens dos controles de capitais, as posturas críticas à liberalização passariam, no debate brasileiro, por um aprimoramento de diagnósticos e propostas, uma vez identificados os principais contornos da globalização financeira e os constrangimentos impostos às políticas econômicas nacionais (Coutinho; Belluzzo, 1996; Freitas; Prates, 2001).¹¹

Iniciativas visando ao endividamento externo sustentável foram propostas por Batista Jr. (1997), se desdobrando recentemente em sugestões específicas em

(9) O Brasil lançou títulos com a CAC desde 2004. Em 2005, mais de 95% das emissões novas – em termos de valor – de títulos soberanos de países emergentes incluíram CACs, de modo que, em fevereiro de 2006, o estoque desses títulos já chegava a 60% do total: IMF (2006a, p. 46), e IMF (2006b, p. 63). O relativo êxito da Argentina em sair da maior moratória já declarada promete acrescentar novos elementos e mais polêmica à discussão.

(10) Ver Williamson (2004); Rojas-Suarez (2004); Gourinchas e Jeanne (2003) e Bhagwati (1998).

(11) Para um aprofundamento da análise das propostas específicas dos críticos à liberalização financeira no Brasil, ver Biancareli (2003).

vários trabalhos dedicados ao tema: limites e maior fiscalização do envio de divisas pela antiga conta CC-5; uso do IOF na calibragem da entrada de recursos; estabelecimento de “depósitos compulsórios” à moda chilena.¹²

Outras propostas devem ser realizadas:

(1) Batista Jr. (2002) sugeriu limitar ou proibir instrumentos de *put* e *call option*, que permitem ou exigem o pré-pagamento de dívidas no exterior e contribuem para exacerbar movimentos de manada em momentos de crise;

(2) Carneiro (2003) sugeriu limites para posições compradas e vendidas dos bancos nos mercados de divisas, e a criação de um mercado de câmbio dual – que separe transações comerciais e de investimento direto, de um lado, e fluxos de curto prazo de portfólio, de outro, durante um período de transição após a imposição dos controles, como iniciativa emergencial para evitar a fuga de capitais;¹³

(3) Paula et al. (2003) sugeriram restrição de emissões externas às empresas e bancos com classificações de risco acima de um limite de segurança.

Boa parte dessas iniciativas precisa continuamente adaptar-se à evolução das inovações financeiras. Hoje, por exemplo, a defesa de uma postura ativa no uso do IOF não pode ignorar que os fluxos de entrada e saída física de capital não são determinantes principais do movimento do câmbio, mas sim as operações alavancadas nos mercados futuros de juros e câmbio na BM&F, atreladas às negociações nos mercados *offshore* da moeda brasileira, do tipo NDF (*non-deliverable forward*). Essa inovação requer maior sofisticação nas tentativas de controle, exigindo limites e proibições a determinadas operações nos mercados de derivativos.¹⁴

Independentemente da necessidade contínua de adaptação, as iniciativas de controle têm um objetivo invariável: conferir autonomia na gestão das políticas macroeconômicas, em busca de maior independência em relação aos mercados financeiros de curto prazo, seja perante movimentos de arbitragem de taxas de juros, seja perante movimentos de pânico e contágio de crises financeiras. A idéia é que, de um lado, controles de capitais de curto prazo permitiriam desvincular, em parte, a taxa de juros local das taxas externas, e reduziriam a volatilidade

(12) Cf. Batista Jr. (2002); Carneiro (2003); Carvalho (2003); e Paula et al. (2003). A proposta de Batista Jr. (1997) incluía: controle do ritmo de absorção de capitais e de crescimento dos passivos externos; controle da estrutura temporal das obrigações acumuladas; garantia de financiamento da formação de capital e não do consumo; atenção para a qualidade dos investimentos financiados; direcionamento prioritário para setores exportadores ou substituidores de importações; e cuidado para evitar que empresas e bancos descansassem passivos e ativos em moeda estrangeira.

(13) Cabe lembrar que a iniciativa emergencial iria exatamente na contramão das medidas do BC de unificação formal dos segmentos (que já operavam na prática sem fronteiras).

(14) Cf. Farhi (2004; 2005). Evidentemente, já não faz sentido também advogar o controle de contas de não residentes no sistema financeiro doméstico (CC-5), já que foram extintas pelo Banco Central, eliminando esse requisito (conta em nome de não residente) para a conversão e envio de recursos em moeda nacional ao exterior.

cambial. De outro lado, os controles tenderiam a alongar o passivo externo e reduzir a exposição de governo, bancos e empresas ao risco cambial ou a *credit crunch* abrupto durante crises de liquidez.

Tudo isso, de certa forma, fundamenta uma vantagem adicional, de natureza política: os controles de capital tendem a reduzir o poder de veto dos agentes do mercado financeiro internacional a políticas pró-crescimento, reforçando a autonomia de política econômica para canalizar a riqueza financeira, a baixas taxas de juros, para investimento em ativos de capital fixo, geradores de renda e emprego, inibindo ganhos especulativos, a curto prazo, em mercados de ativos líquidos. Com isso, governos podem ser mais responsáveis perante aspirações democráticas (pleno emprego e gastos sociais) em vez de se responsabilizarem, a todo momento, por assegurar sua “credibilidade” perante gestores de portfólio interessados em ganhos patrimoniais de curto prazo – o assim chamado “mercado”.¹⁵

Quanto às desvantagens, em geral são mencionadas as dificuldades de transitar para um regime de controles sem induzir crises financeiras; a ineficácia de controles diante da agilidade dos aplicadores para fugir das tentativas de regulamentação; e os efeitos negativos da intervenção no livre jogo das forças de mercado, impedindo a alocação eficiente de recursos.¹⁶

As duas primeiras objeções são de inegável importância *operacional*, mas não parecem desaconselhar controles de capital em geral. Quanto à dificuldade de transição, não é verdade que qualquer imposição de controles induz, por efeito de perda de credibilidade, uma retração duradoura do financiamento externo ao país em questão – vide o caso malaio. O que parece haver, de fato, são momentos mais oportunos que outros para fazê-lo, de modo a evitar que controles ao movimento de capitais de curto prazo “contaminem” desembolsos de médio e longo prazo. Quanto à ineficácia, a análise da experiência internacional sugere a necessidade de uma gestão ampla, atenta e flexível dos controles para evitar vazamentos inesperados.

Finalmente, a idéia de que controles impedem a alocação eficiente de recursos não é corroborada pela experiência histórica; pelo contrário, fluxos de capitais de curto prazo têm efeitos sobre câmbio e juros que podem sinalizar e induzir decisões de investimento que não se mostram rentáveis ao longo do tempo. Por outro lado, restrições a capitais de curto prazo não parecem inibir investimento direto externo (IDE), particularmente quando permitem evitar apreciação cambial (que pode inibir investimentos em ramos *tradables*), na fase de abundância de liquidez de curto prazo, e evitar excessiva volatilidade/depreciação cambial (que deprime a rentabilidade em ramos *non-tradables*), na fase de retração da liquidez internacional (*flight to quality*).

(15) Para uma discussão ampla, cf. Carvalho e Sicsú (2004).

(16) Para um exemplo da literatura internacional crítica dos controles, ver Edwards (1999). Análises da experiência brasileira, com as mesmas conclusões, se encontram em Garcia e Barcinsky (1996) e Cardoso e Goldfajn (1997).

O mínimo que se pode dizer, assim, é que o tema dos controles ensejou amplos esforços de reflexão e proposição por parte de vários economistas brasileiros. Instrumentos, objetivos e argumentos parecem estar muito claros, desde que se parta da concepção de que a integração desregulada às finanças internacionais não é o melhor caminho para o desenvolvimento de países como o Brasil. O problema – que a análise das experiências nacionais ajuda a ilustrar – é que a questão não se resolve no plano estritamente técnico ou acadêmico.

3 Experiências internacionais

Em geral, podem ser apontados dois tipos básicos de controle, à entrada e à saída de capitais, como veremos avaliando experiências nacionais emblemáticas. Comparativamente, controles à entrada apresentaram caráter preventivo para evitar atração excessiva de capitais em fases de abundância de liquidez (como para Chile, Índia e China), enquanto controles à saída foram adotados emergencialmente durante crises de liquidez (como na Malásia ou na Tailândia), embora uma estratégia cuidadosa de inserção externa possa envolver controles de saída mesmo em períodos de liquidez internacional abundante, como fizeram China e Índia.

Quanto aos instrumentos de controle, eles podem ser diretos ou administrativos, e indiretos ou “precificados”. Os primeiros envolvem proibições completas ou limites quantitativos explícitos que reduzem o escopo da liberdade de gestão privada de portfólios. Esses limites administrativos podem restringir, em termos de valores e prazos, tanto a exposição cambial de bancos e empresas, quanto a alavancagem de recursos locais para transações cambiais, para residentes e/ou não residentes, recorrendo às vezes a procedimentos de autorização burocrática de decisões privadas.

Os instrumentos indiretos ou “precificados”, por sua vez, buscam desencorajar fluxos de capital aumentando seus custos, através de desestímulos tributários, depósitos compulsórios, taxas de câmbio múltiplas, requerimentos mínimos de colateral e outros mecanismos. É claro que controles diretos e indiretos podem se complementar, e freqüentemente o fazem, em experiências nacionais concretas. Nossa abordagem das experiências selecionadas não tem por objetivo, aqui, detalhar a análise das técnicas usadas em cada caso, mas diferenciá-las quanto ao sentido das políticas de controle adotadas em cada país.¹⁷

Embora se faça referência às técnicas de controle usadas em cada caso, o intuito central aqui é comparar as experiências nacionais mostrando que as vantagens (e desvantagens) dependem não apenas de competência técnica mas, sobretudo, de aspectos mais amplos que diferenciam cada experiência: 1) as

(17) Para um apanhado geral de experiências nacionais, com análises detalhadas de instrumentos técnicos, ver os estudos do FMI: Ariyoshi et al. (2000); a coletânea da UNCTAD (2003); e Epstein; Grabel e Jomo (2003).

formas de inserção desses países na economia mundial; 2) o momento de implementação de controles; 3) sua relação com outros instrumentos de política econômica e, em particular, com as reformas estruturais liberalizantes propostas pelas instituições financeiras multilaterais (FMI/Banco Mundial).

Desde logo, cabe alertar que os países em questão não têm *em comum* qualquer rejeição apriorística às reformas liberalizantes, nem estavam em estágios semelhantes na implementação da agenda de liberalização financeira. De fato, alguns deles instituíram controles de capitais depois de crises dos regimes liberais instituídos ou aprofundados na década de 1990 (Malásia e Tailândia); o Chile, por sua vez, já havia instituído controles desde a crise financeira anterior, no início da década de 1980, e buscou evitar os efeitos considerados negativos de entradas de capital excessivas e voláteis no início dos anos 1990, muito embora não rejeitasse outras reformas liberalizantes. Por outro lado, China e, em menor medida, Índia, combinaram controles de capitais com um movimento claro de liberalização em outros campos, preservando um conjunto de instrumentos de coordenação à disposição de Estados nacionais que, abertamente, rejeitavam recomendações do chamado Consenso de Washington.

Tampouco essas experiências têm, em comum, o êxito: Chile e Tailândia, em particular, não instituíram controles extensivos e profundos o suficiente, quando necessário, para se protegerem de fugas de capital orientadas pelo temor de perdas patrimoniais e/ou pela expectativa de ganhos especulativos. Essas cinco experiências têm em comum, porém, a *intenção* de se protegerem contra movimentos de capitais orientados, a curto prazo, por cálculos privados de gestão patrimonial, antes ou depois que esses movimentos privados provocassem, nos campos financeiro e cambial, crises representativas do fracasso da gestão pública das economias capitalistas no contexto atual de globalização financeira. Essas experiências nacionais também têm em comum o fato de terem se realizado *a despeito* das recomendações e, em alguns casos, das condicionalidades de programas de supervisão e financiamento de balanços de pagamento monitorados pelo Fundo Monetário Internacional, isto é, de se realizarem contra as tendências da regulação financeira e cambial *multilateral*. Em outras palavras, a imposição unilateral de controles é representativa do fracasso do regime multilateral liberalizante em prevenir e/ou controlar crises de balanço de pagamentos, e a imposição unilateral de controles de capitais mostrou-se tanto mais bem-sucedida quanto mais tenha aprofundado a *rejeição* ao regime multilateral predominante.

3.1 Chile

A experiência do Chile com controle de capitais, nos anos 1990, ilustra o uso típico de controles à entrada, com objetivos preventivos, em momentos de abundância de liquidez internacional. Por outro lado, é digno de nota que, nesse caso, o uso de controles não implicou rejeição da estratégia de integração

internacional ampla. Mas essa experiência mostra, também, a necessidade de controles à saída em momentos de contágio de crises de liquidez internacionais.

Para dar uma noção do avanço da integração internacional característico da estratégia chilena, registre-se que a relação fluxo de comércio/PIB, para bens e serviços, mais do que dobrou entre os períodos 1970-1973, que já foi marcado por forte inflação de commodities, e 1989-1999, para o qual o fluxo de comércio foi, em média, superior a 60% do PIB. Ou seja, os controles cambiais impostos nos anos 1990 não se articularam a uma rejeição da estratégia de integração pautada em especialização comercial tradicional e abertura do setor industrial e de serviços, seguida desde o início do regime autoritário. O caminho escolhido pela política externa chilena continuou sendo o alinhamento estratégico com seu principal parceiro econômico, os EUA. Nesse sentido, foram direcionados esforços, rejeitados pelo Congresso de maioria republicana ao longo do governo Clinton, para celebrar um Acordo de Livre Comércio, profundo em regras e tímido em acesso a mercados sensíveis. Enfim, a conclusão desse acordo bilateral em 2002 reforçou a estratégia de integração liberal, ao limitar a possibilidade de imposição de controles de capital, ainda que as pressões para a privatização do setor de extração mineral não tenham sido aceitas.

Se os governos chilenos continuaram perseguindo uma estratégia de abertura/integração, por que foram instituídos controles à entrada de capitais de curto prazo? Por um lado, porque a conta corrente chilena era robusta e gerava divisas suficientes; por outro, a prudência resultou, inegavelmente, do aprendizado sobre os efeitos negativos do ciclo de endividamento anterior, nos anos 1970 e 1980.¹⁸

Na década de 1990, a política cambial chilena combinou instrumentos diretos e indiretos de controle à entrada. Os controles indiretos ou “precificados”, instituídos em 1991, tomaram a forma de exigência de depósito compulsório não remunerado, estabelecido em 20% dos empréstimos externos em 1991. Esses controles evoluíram, já em 1992, em termos de abrangência (passaram a incidir sobre outras formas de aplicação financeira) e parcela retida (elevada a 30%), diante da maior pressão de entrada, sendo complementados por controles diretos (exigências de prazo de permanência e, para tomadores de crédito, exigência de *rating* elevado atribuído por agências internacionais de classificação de risco). Essa evolução é muito significativa, pois o Chile seguia o caminho inverso de outros países da região que, induzidos pela “desregulamentação competitiva” e pela crença nas vantagens da globalização financeira, reduziam controles cambiais. Até 1998, atravessando o *boom* dos mercados emergentes, os controles chilenos continuaram a ser graduados de acordo com as oscilações da oferta de liquidez internacional, sendo variavelmente endurecidos ou relaxados – através de

(18) A literatura sobre a experiência chilena de política cambial é vasta e engloba pontos de vista contrários: ver, por exemplo, Edwards (1999); Ffrench-Davis; Agosin e Uthoff (1995) e Agosin e Ffrench-Davis (2000). As características básicas da estratégia de desenvolvimento chilena e sua inserção externa são delineadas, com base em comparações internacionais, por exemplo em Tavares (1993) e Cruz et al. (2003).

prazos de permanência, impostos e percentuais de reservas não remuneradas. Assim, o país parecia menos vulnerável ao contágio dos “humores” dos mercados internacionais de capital, relativamente a seus vizinhos menos cautelosos, conseguindo (1) alongar prazos de passivos externos; (2) controlar o ritmo de apreciação cambial, com revalorizações pequenas e graduais; e (3) preservar maior autonomia de política macroeconômica.¹⁹

A partir de 1998, porém, os controles passaram a ser relaxados, em parte devido à escassez de recursos para emergentes que passou a verificar-se, até serem praticamente extintos em 2001. Em 2002, a possibilidade de imposição de controles de capital foi severamente restringida pela conclusão do Acordo de Livre Comércio com os Estados Unidos – em relação aos capitais oriundos desse país, ou pelo menos que tenham passado por ele antes de se redirecionar ao Chile, pois permanece a dificuldade de determinar regras de origem para fluxos “triangulares”.²⁰

A grande deficiência da política chilena, porém, não estava no arcabouço de controles à entrada, mas na fraqueza dos controles à saída. Não houve, no período, qualquer tentativa de limitar a saída dos capitais, sendo inclusive liberalizadas as formas e condições de envio de recursos ao exterior. Por conta disso, o Chile não se mostrou uma ilha imune ao contágio da crise financeira de 1997-1998, experimentando fuga de capitais de residentes, e/ou de não residentes que tivessem internalizado recursos há mais de um ano.

A lição a retirar não aponta nem para a ineficiência nem para a ineficácia de controles de capital, mas sim para a necessidade de que esses controles abranjam também a saída. De fato, a experiência chilena nos anos 1990, embora limitada no escopo e no tempo, ilustra as vantagens de controles à entrada em um momento de abundância de liquidez internacional e, por outro lado, os limites de uma estratégia que, ao contrário de China, Índia e Malásia, não conte com controles à saída em momentos de “fuga para a qualidade”.

3.2 Malásia

A vulnerabilidade chilena não se aplica à Malásia, tendo o país asiático instituído controles não para prevenir, mas para limitar os efeitos de uma crise financeira. O caso malaio é, portanto, um exemplo típico de uso bem-sucedido de controles à saída, em momento de fuga de capitais. O país foi, até meados dos anos 1990, uma das economias asiáticas mais abertas para não residentes, tanto em termos comerciais quanto financeiros, possuindo inclusive mercados *offshore* de moedas e ações, apesar do uso pontual de controles de entrada para moderar influxos em 1994, implementados por um pouco mais de um ano. Essa liberalização excessiva foi um motivo fundamental da crise financeira e cambial

(19) Conferir Agosin e Ffrench-Davis (2000, item 3).

(20) Conferir Cowan e Gregório (2006).

malaia em meados de 1997, seguindo roteiro similar na região, particularmente nos chamados “gansos voadores” Tailândia, Indonésia, Filipinas e, *mutatis mutandis*, nos “tigres” Coréia do Sul, Formosa, Hong Kong e Cingapura.²¹

Como outras economias periféricas, a Malásia executou reformas liberais desde meados da década de 1980, por meio de desregulamentação de investimentos privados, abertura comercial e liberalização financeira (liberação de taxas de juros e do direcionamento do crédito, fomento à concorrência entre instituições financeiras e ao aprofundamento de mercados de capitais, relaxamento de controles cambiais e abertura da conta financeira). A abertura da conta financeira realizou-se, porém, em ritmo mais cuidadoso em relação a outros gansos voadores. Desde os anos 1970, a estratégia de inserção externa relacionou-se ao IDE voltado para exportação de bens manufaturados, oriundo em particular de Japão, Coréia do Sul, Formosa e Hong Kong, cuja atração foi reforçada pela apreciação do iene perante o dólar depois do Acordo do Plaza em 1985. Ao longo da década de 1980, porém, a Malásia estendeu a liberalização e desregulamentação para atrair investimentos em redes de infra-estrutura, projetos imobiliários, serviços financeiros e no mercado de capitais. A liberalização financeira envolveu não apenas facilidades para criação e operação de bancos internacionais em Kuala Lumpur, mas a transformação de Labuan em um centro financeiro *offshore* em 1990. Os objetivos eram obter financiamento para investimentos locais e tomar parte dos negócios de centros de serviços internacionais mais tradicionais como Hong Kong e Cingapura; ao mesmo tempo, atraíam-se filiais, acordos de licenciamento, subcontratação e *joint ventures* com empresas manufatureiras do Japão e dos Tigres de primeira geração. Para essa estratégia, foi funcional preservar a taxa de câmbio fixa perante o dólar para atrair investimentos externos, e expandir a competitividade das exportações enquanto o dólar se depreciava perante o iene e o marco entre 1985 e 1995, embora o regime cambial rígido agravasse desequilíbrios logo a seguir.

Propiciadas pela abertura da conta financeira, as entradas de capital aumentaram quando, no início da década de 1990, as conjunturas de baixas taxas de juros nos centros financeiros ocidentais e de crise financeira japonesa condicionaram um *boom* de investimentos e empréstimos externos nos mercados de bens, serviços e, crescentemente, ativos financeiros e imobiliários. Ao longo do

(21) Além das referências gerais já citadas – sobretudo a parte 3 de UNCTAD (2003) –, ver Kaplan e Rodrik (2001), Kawai e Takagi (2003) e, como contraponto ortodoxo, Forbes (2004), ou Johnson et al. (2006), sobre o impacto dos controles de capitais impostos em 1998 sobre a economia malaia. Sobre a estratégia de *export-led growth* desse e dos demais “tigres de segunda geração”, ver World Bank (1993); para visões alternativas, que ressaltam a diversidade de experiências e apresentam visões menos elogiosas da abertura financeira, ver Islam e Chowdhury (1997) e Bustelo et al. (2004). Sobre as reformas financeiras realizadas no Sudeste Asiático, cf. Banco do Japão (1990), Haggard et al. (org. 1993) e Ariff e Khalid (2005). Para análises específicas da estratégia de desenvolvimento malaia nas décadas de 1970 a 1990, ver Jomo (1993) e Nesadurai (1998).

ciclo de endividamento externo que se seguiu, o investimento manufatureiro perdia participação para entradas de capital atraídas para serviços *non-tradables* e, a prazos mais curtos, para a bolha de ativos financeiros e imobiliários. Até meados da década de 1990, a importância relativa do IDE no total dos recursos destinados à Malásia foi superior ao de outros países, mas a mesma importância crescente de fluxos a curto prazo é inegável, concentrando-se (também diferentemente de outros países) mais em empréstimos bancários do que em aplicações em carteira. Sem inibições regulatórias significativas, posições em ativos denominados em moeda local eram financiadas pela acumulação de passivos em moeda externa, acentuando os riscos de descasamento de moedas e inibindo o uso de variações da taxa de câmbio para acomodar choques internacionais e/ou para responder a depreciações cambiais competitivas de rivais comerciais. Assim, taxas elevadas de crescimento do PIB e dos agregados monetários, acompanhadas da acumulação de débitos externos de curto prazo, preço excessivo de ativos financeiros e imobiliários denominados em moeda local, e capacidade ociosa crescente no setor manufatureiro (à medida que projetos de investimento concorrentes amadureciam em toda a região) eram motivos de déficits de transações correntes e fragilidade financeira crescente.²²

Essa fragilidade foi finalmente acentuada em meados da década de 1990 quando, às vésperas da reversão do ciclo de alta dos preços dos ativos financeiros e imobiliários, a elevação dos juros básicos e a forte elevação dos rendimentos esperados no mercado de capitais estadunidense, em conjunto com expectativas de elevação de juros no Japão, queda de preço das manufaturas exportadas pelos NICs da região, e uma série de reajustes cambiais (desvalorização do iuane chinês e depreciação do peso mexicano e do iene, diante do dólar e das moedas asiáticas

(22) À maneira de Minsky (1986, p. 202-207), entende-se por fragilidade financeira crescente o processo por meio do qual a situação patrimonial de agentes endividados transita entre (1) situação em que as receitas correntes sempre superam gastos correntes, inclusive serviços financeiros com boa margem de segurança (*hedge finance*), (2) situações em que experimentam necessidades de liquidez corrente (rolando o serviço de dívidas) por não serem capazes de pagar compromissos momentaneamente, embora tanto financiadores quanto investidores especulem que os projetos financiados se mostrem solventes em algum prazo futuro de maturação dos empréstimos (*speculative finance*), e (3) situação em que os compromissos correntes (inclusive financeiros) quase sempre superam receitas e são sistematicamente financiados por novo endividamento, rolando e crescendo como “bola de neve” até a insolvência (*Ponzi finance*): “units that roll over debt are engaged in speculative finance and those that increase debt to pay debt are engaged in Ponzi finance” (Minsky (1986, p. 203). A fragilidade crescente pode ocorrer graças a choques negativos em variáveis macroeconômicas (por exemplo, elevação de taxa de juros básica) e/ou à subestimação de riscos de novas aplicações de capital induzida endogenamente por um período longo de estabilidade. Embora Minsky tenha proposto o argumento para uma economia “fechada”, uma interpretação da crise das economias asiáticas como resultado de fragilidade financeira crescente, relacionada à liberalização financeira tanto por choques inesperados em preços básicos internacionais e locais (juros e câmbio) quanto pela subestimação de riscos, foi proposta por Kregel (1998). García (2005) apresenta dados sobre a mudança de composição e volume dos fluxos de financiamento externo para a região na década de 1990, procurando diferenciar vulnerabilidade externa e fragilidade financeira.

fixadas nele)²³ acentuaram desequilíbrios de transações correntes, reduziram o financiamento externo de posições em ativos denominados nas moedas locais (provocando queda de cotações de bolsas desde 1996), e provocaram inadimplências significativas (por exemplo, *Bangkok Bank of Commerce, Somprasong e Finance One* na Tailândia, entre julho de 1996 e junho de 1997; ou de *chaebols* na Coreia do Sul, como *Hanbo, Kia e Sammi*). Na Malásia, o índice KLCI (Kuala Lumpur Composite Index) caiu 44% entre 30/06/1996 e 31/12/1997; na Tailândia, a bolsa caiu cerca de 40% no ano posterior a fevereiro de 1997. Finalmente, uma série de ataques especulativos produziu crises gêmeas (nos mercados de câmbio, bancário e de capitais), levando a depreciações cambiais na Tailândia (2 de julho), Filipinas (11 de julho), Malásia (14 de julho), Cingapura (17 de julho), Indonésia (14 de agosto), Taiwan (18 de outubro) e Coreia do Sul (16 de dezembro).

É claro que a responsabilidade pelas crises cambiais e financeiras na região não é apenas dos governos locais, uma vez que eles também experimentaram incentivos e pressões externas para implementar reformas liberalizantes, acabando por integrar suas economias, de forma pouco prudente, a um sistema monetário e financeiro marcado pelo crescimento de fluxos de capitais voláteis (aplicados em posições líquidas e sujeitos a mudanças súbitas de expectativas); pela ausência de coordenação institucionalizada de taxas de câmbio; e por mecanismos multilaterais de supervisão, regulação e superação de desequilíbrios internacionais pouco eficientes, como expresso no fato de que representantes do FMI ainda estimulavam a consolidação de centros financeiros *offshore* na Ásia em 1996, e que o Fundo foi incapaz de controlar a emergência das crises gêmeas (financeiras e cambiais) e de atenuá-las a seguir. A responsabilidade dos mecanismos de contágio internacional das crises também não deve ser subestimada.²⁴

Ainda que a crise malaia tenha se acentuado depois das crises cambiais de Tailândia e Filipinas, sua propensão ao contágio internacional estava em que, com essas e outras economias da região, partilhava de: 1) um histórico de desregulamentação interna que limitou a capacidade estatal de controlar o volume, a composição e o prazo dos fluxos de financiamento, permitindo a acumulação de posições curto-prazistas e o surgimento de bolhas nos mercados imobiliário e de ativos financeiros; 2) histórico de liberalização financeira externa que reduziu a capacidade estatal de controlar o volume, a composição e o prazo do

(23) Para estimativas da deterioração dos termos de troca e da apreciação real das moedas asiáticas perante seus rivais comerciais entre 1995 e 1997, ver World Bank (1998) e Eichengreen e Fishlow (1998).

(24) Ao exigirem elevação de juros e câmbio, redução de gastos, e liquidação de ativos, os programas de ajuste que condicionaram os pacotes de ajuda financeira não apenas fracassaram no controle da crise, mas a aprofundaram: ver, em especial, Kregel (1998) e Pettis (2003). Sobre os mecanismos de contágio, ver Eichengreen; Rose e Wyplosz (1998). Para o incentivo do FMI à transformação de Bangkok em centro financeiro *offshore*, ver Byeon et al. (1991) e Dicks-Mireaux; Horvath e Kochhar (1996).

endividamento externo privado e, assim, de evitar o aprofundamento de riscos de crédito e de descasamento de prazos e moedas ao longo do ciclo financeiro; 3) regime de câmbio nominal fixo ou semifixo que estimulava o endividamento externo ao diminuir o risco ou a percepção de risco de descasamento de moedas, mas implicava apreciação cambial real e perda de flexibilidade para acomodar choques internacionais e/ou responder a depreciações cambiais competitivas de rivais comerciais; 4) convivência com déficits de transações correntes por um período prolongado, em parte pela crença de que seriam financiados por um ciclo harmonioso e duradouro de influxos de capital, em parte pela dificuldade de reverter déficits em contexto de liberalização comercial, apreciação cambial real e menor capacidade de regulação de investimentos privados (especialmente para orientá-los à formação bruta de capital fixo em certos ramos produtores de bens comercializáveis).²⁵

Embora tenha se caracterizado pela liberalização financeira no momento de abundância de liquidez internacional, a Malásia rejeitou o receituário do FMI no momento de reversão do ciclo financeiro externo, enfrentando de forma bastante heterodoxa a crise que atingiu o Pacífico Asiático em meados de 1997. O “pacote” foi anunciado em setembro de 1998: o mercado *offshore* foi fechado, a saída de recursos de residentes bloqueada, o investimento no exterior sujeito a autorizações e limites, e aplicações estrangeiras de porta-fólio já internalizadas foram impedidas de ser repatriadas por um ano. As iniciativas, que tinham o objetivo de contar a crise bancária, reduzir juros e retomar o controle sobre a taxa de câmbio, rejeitaram o ajuste ortodoxo preconizado pelo FMI, sendo muito mal recebidas por agências de *rating*, bancos e demais agentes do mercado, bem como pelo Fundo. Previa-se a exclusão definitiva da Malásia dos destinos possíveis de fluxos de capital.²⁶

(25) Sobre as causas das crises asiáticas, conferir as resenhas críticas do debate realizadas por Cunha (2001) e, em especial, García (2005); ver, também, Bello (1998), Corbett e Viner (1999), Corsetti et al. (1999), Jomo (2001), Kregel (1998), Palma (2000) e Wade (2002).

(26) O primeiro-ministro malaio, Mahathir Mohamed, justificou a ruptura com o FMI usando retórica nacionalista e crítica da globalização: “*We had asked the international agencies to regulate currency trading but they did not care, so we ourselves have to regulate our own currency... There are signs that people are now losing faith in this free market system, but some countries benefit from the abuses, their people make more money, so they don't see why the abuses should be curbed... If the international community agrees to regulate currency trading and limit the range of currency fluctuation and enables countries to grow again, then we can return to the floating exchange rate system. But now we can see the damage this system has done throughout the world. It has destroyed the hard work of countries to cater to the interests of speculators as if their interests are so important that millions of people must suffer. This is regressive...(But now) we can reduce interest rates without speculators devaluing our currency. Our companies can revive...*” Apud Khor (2000). Reagindo à prática e à retórica, o Morgan Stanley chegou a excluir o país do seu índice internacional de mercados emergentes, e o *World Economic Outlook* do Fundo dizia, em outubro de 1998 (p. 4): “*The introduction by Malaysia in early September of exchange and capital controls may also turn out to be an important setback not only to that country's recovery and potentially to its future development, but also to other emerging market economies that have suffered from heightened investor fears of similar actions elsewhere.*”

O fato é que o “bloqueio” dos recursos estrangeiros de porta-fólio foi progressivamente relaxado bem antes dos 12 meses inicialmente previstos (mas com taxação proporcional ao prazo de permanência), embora as restrições à conversibilidade para os residentes permanecessem. A recuperação econômica malaia foi tão ou mais rápida que a dos vizinhos que optaram pelo “bom comportamento” institucional e pelo ajuste macroeconômico recessivo, e os fluxos de entrada de capitais aos poucos se normalizaram, ao contrário de algumas previsões. Hoje, residentes e não residentes continuam impedidos de usar a moeda local para empréstimos ou *swaps* externos, embora não residentes tenham recuperado o direito de repatriar recursos aplicados em ações e financiar posições locais com empréstimos externos. Não obstante o relaxamento limitado das restrições, os controles remanescentes vêm se mostrando suficientes para assegurar a autonomia de política econômica pela qual foram justificados em 1998.

No caso malaio, então, a crise foi também oportunidade. No entanto, a despeito da retórica antiglobalização do primeiro ministro, a oportunidade de reverter a integração financeira só foi aproveitada depois de sua crise ter provocado danos o bastante, segundo essa mesma retórica. A lição do caso malaio é que a reversão da integração financeira não precisa esperar sua crise, cabendo preveni-la antes que seja tarde. Uma vez que a crise tenha ocorrido, porém, é importante que a introdução dos controles seja rápida, abrangente e profunda.

3.3 Tailândia

O caso da Tailândia é outro exemplo de imposição de controles à saída em momento de crise de liquidez. Mas, tendo em vista a reação malaia, o caso tailandês mostra os riscos de uma forma de reação à crise financeira que não seja suficientemente rápida, abrangente e profunda, embora as duas experiências guardem algumas semelhanças, sobretudo no que tange ao modelo de desenvolvimento perseguido e à natureza de sua crise.²⁷

Até 1997, as duas economias rivalizavam não apenas nos resultados positivos em termos de crescimento do produto, mas também como exemplos extremos de uma estratégia de desenvolvimento baseada na abertura econômica. A partir dos anos 1980 e principalmente na década de 1990, a Tailândia atraiu grandes fluxos de IDE, construindo uma impressionante plataforma de exportação de produtos manufaturados. No campo financeiro, também havia no caso tailandês

(27) As referências à experiência tailandesa na literatura são bem mais escassas, até pela curta duração do episódio de controles. Aqui, além das seções dedicadas ao país em Ariyoshi et al. (2000) e García (2005), utilizaram-se Alba; Hernández e Klingebiel (1999) e Edison e Reinhart (2000). Para análises específicas da estratégia de desenvolvimento tailandesa nas décadas de 1970 a 1990, ver Islam e Chowdhury (1997) e Bustelo et al. (2004).

um mercado *offshore* de câmbio e títulos, e uma ampla liberdade para transações com moeda estrangeira. Tudo de acordo com o objetivo maior de transformar a capital, Bangkok, em um centro financeiro regional, com forte apoio do FMI nesse sentido.

No período de abundância na oferta de capitais, outra semelhança com a Malásia foi o uso pontual de controles (principalmente indiretos) para moderar o influxo excessivo, atraído por alto diferencial de juros. Entre 1995 e 1996 recorreu-se principalmente a requerimento obrigatório de 7% das contas de não residentes e dos empréstimos externos de maturidade inferior a um ano. A abrangência desse depósito foi, inclusive, ampliada em 1996, e de fato resultados positivos parecem ter sido alcançados em termos do fluxo líquido de capitais, da maturidade dos empréstimos e da participação relativa dos passivos externos de curto e longo prazo.

Mas os problemas da abundância se transformaram rapidamente no seu inverso nos primeiros meses de 1997, diante da deterioração na conta corrente e do fim do ciclo de alta nos mercados de ações e de imóveis. Em maio desse ano, o *baht* – mantido, como a maioria das moedas da região, num regime de câmbio fixo – sofreu um severo ataque especulativo, na forma de uma tomada de posições futuras contra a moeda local, em grande parte sustentada por empréstimos no sistema financeiro doméstico. Buscando fugir dos efeitos negativos de uma forte elevação das taxas de juros, e contando com a cooperação de alguns dos bancos centrais da região, começaram a ser adotadas medidas emergenciais de controle.

O objetivo principal era cortar o canal de especulação representado pelo livre fluxo entre os diferentes mercados de câmbio. Para isso, operações bancárias que pudessem se traduzir em especulação no mercado futuro foram proibidas e a conversão em dólar de receitas com vendas de ações (fuga das aplicações no mercado de capitais) teria que se dar no segmento *onshore*. Além disso, regras mais restritivas para repatriação de investimentos e de pagamento antecipado de dívidas externas foram implementadas: as duas operações não poderiam mais ser feitas com a moeda local. As medidas significavam o estabelecimento de um mercado dual de câmbio, isolando as transações com divisas de natureza especulativa (que seriam submetidas a custos punitivos e perderiam o acesso ao crédito local) das ligadas ao comércio, investimento direto estrangeiro ou mesmo aplicações mais estáveis de portfólio. A estas, as restrições não se aplicariam.

Mas o fato é que, apesar de um sucesso inicial em conter a especulação contra o *baht*, as mudanças resultaram em um crescente diferencial de preços entre as transações nos dois mercados, tornando operações de arbitragem extremamente vantajosas por meio de “brechas” nas restrições impostas. Com isso, as pressões contra a moeda tailandesa voltaram a se intensificar e, no início de julho de 1997, o câmbio fixo foi abandonado. Os controles, mesmo os de saída, foram burlados pelos capitais especulativos – no episódio que marcou o início da crise asiática.

Naquele ano e, principalmente, em 1998, o país enfrentou uma forte retração econômica, com problemas disseminados no setor bancário endividado em moeda externa. O recurso ao ajuste tradicional e à ajuda do FMI levou, com fortes custos, a uma recuperação mais tardia que a malaia, com retomada do crescimento a partir de 1999.

A principal diferença em relação à Malásia parece, portanto, se referir à abrangência das medidas de controle e ao fechamento ou não do mercado *offshore*. O desenrolar dos acontecimentos provou que a crise, no caso tailandês, não foi oportunidade para reverter a liberalização, e o país seguiu seu rumo de praça financeira aberta. Se a experiência tailandesa tem algo a ensinar, parece ser o fato de que, em momentos de fuga acelerada, medidas emergenciais podem ser pouco úteis se não dão conta da totalidade dos canais de saída de capitais identificados.

3.4 China

Tendo isso em vista, a China é um caso à parte. O relatório do FMI já citado (Ariyoshi et al., 2000) considera a experiência chinesa, em conjunto com a Índia, como marcada por controles duradouros e extensivos, permitindo aos dois subcontinentes passarem relativamente incólumes pelas crises de seus vizinhos, ao restringirem influxos de curto prazo e estimularem inversões de maior prazo. De fato, os controles chineses são diretos, envolvendo regras detalhadas, administradas por um complexo de órgãos de autorização e fiscalização de decisões privadas.²⁸ De todo modo, a excepcionalidade chinesa vai muito além da resistência em aceitar conselhos do FMI, antes ou depois da crise asiática. A resistência da China em liberalizar controles de capitais é emblemática por vincular-se a uma estratégia de inserção internacional que, ao contrário do Chile e da Malásia, não rompe apenas parcialmente com o receituário ortodoxo, mas recorre também a crédito orientado por bancos públicos, taxas de juros “reprimidas” em níveis baixos, câmbio depreciado, protecionismo seletivo, planejamento de investimentos estatais e negociação do direcionamento do investimento direto estrangeiro (*green field*).²⁹

Não surpreende que, embora não tenha ficado plenamente imune à crise de 1997-1998, a China tenha sido menos atingida. Ao contrário de grande parte de seus vizinhos, seu crescimento econômico apresentou pequena retração e seu sistema financeiro foi pouco abalado, preservando as bases de sua estratégia de desenvolvimento. O contágio limitado da crise pode ser creditado ao fato de sua

(28) Por exemplo, a Comissão de Desenvolvimento e Planejamento Estatal, o Banco do Povo da China, o Ministério do Comércio Exterior e da Cooperação Econômica, e a Comissão Chinesa de Regulamentação de Títulos Financeiros.

(29) Além das referências gerais mencionadas antes, ver Prasad e Wei (2005), Hu (2004), Yongding e Phil (1999).

conta financeira ser relativamente mais fechada, ou “protegida”, sem que o país tenha experimentado *boom* de ativos líquidos comparável ao de seus vizinhos – ainda que não se deva esquecer, sempre em termos comparativos, o tamanho de seu mercado, seu grau limitado de abertura comercial, o volume expressivo de reservas cambiais, e a capacidade administrativa para gerenciar, fiscalizar e impor controles. A livre conversibilidade de conta corrente, por exemplo, só foi inaugurada em dezembro de 1996. Tudo isso permitiu, mesmo durante a crise asiática, que a China mantivesse o *peg* da sua moeda ao dólar.

O regime de controle de capitais, orientado para minimizar a dependência de recursos de curto prazo, está desenhado para incentivar o influxo de longo prazo, particularmente IDE. E este foi, de fato, muito expressivo na década de 1990, tendo a China se tornado, em anos recentes, o país que mais atraiu recursos dessa natureza. Uma lição do caso chinês é que a atração do IDE não é prejudicada, para dizer o mínimo, por limites à entrada de capitais e à proteção legal de investidores (como lei de patentes, por exemplo), dependendo principalmente de: 1) gasto público de grandes proporções; 2) investimentos estatais que criam demanda e superam estrangulamentos básicos, enquanto “empurram” e “puxam” investidores externos para fora de ramos dominados por estatais; 3) política industrial que orienta a destinação do IDE; 4) crédito barato; 5) taxa de câmbio competitiva; 6) expectativas de um ciclo longo de crescimento sustentado.³⁰

De todo modo, mesmo antes de sua entrada histórica na Organização Mundial do Comércio, em 2001, a China vinha encaminhando um processo de abertura limitada, com redução de tarifas de importação e relaxamento de barreiras à entrada no setor de serviços, inclusive financeiros, procedendo também à consolidação de um marco legal ligeiramente mais propício aos investidores. No que diz respeito ao IDE, a China já aboliu a maior parte das restrições cambiais, e os investidores estrangeiros podem repatriar lucros, juros, dividendos e mesmo o principal. Não obstante, o IDE continua a ser orientado sobretudo para ramos de exportações dinâmicas – os que crescem mais rápido que o comércio global – e que geram renda, emprego e divisas, e desestimulado em ramos *non-tradables*, que não geram divisas. Por outro lado, o governo continua a manter controle expressivo sobre a conta financeira, seja para aplicações de portfólio de não residentes, seja para transações financeiras, demanda ou oferta, de residentes.

Não obstante esses controles, podem-se perceber movimentos lentos e cautelosos de relaxamento das restrições. A iniciativa mais significativa deu-se em 2002, com a criação da certificação QFII (*Qualified Foreign Institutional Investor*), que permite a aplicadores externos, selecionados e certificados pela CSRC (*China Securities and Regulatory Commission*), adquirirem ações

(30) Para causas e resultados da atração de IDE na China, ver Acioly (2005) e Hay e Shi (2005).

denominadas em moeda local (*A shares*), bem como títulos de dívida, privados e governamentais, também emitidos em moeda local. No entanto, a certificação QFII exige que os aplicadores mantenham posições superiores a um ano, além de respeitarem várias restrições prudenciais fiscalizadas pelo governo.

Nos últimos anos, principalmente a partir de 2003 – quando se explicitam não apenas a importância comercial e produtiva da China mas também o seu papel de protagonista no campo financeiro, gerando inclusive interpretações acerca de um “acordo implícito” com os Estados Unidos a financiar indefinidamente os enormes desequilíbrios externos da economia central³¹ –, o país vem convivendo com problemas de administração de influxos de capital de curto prazo. Pressões crescentes de nações desenvolvidas e órgãos multilaterais por mais “flexibilidade” cambial incentivaram um movimento de “especulação a favor” da moeda chinesa, que parece conseguir contornar controles de capital e explicar parcela do ritmo de elevação das reservas internacionais (o que, por sua vez, dificulta a administração da liquidez interna da economia). Apesar disso, o país vem administrando as mudanças no regime cambial (iniciadas em julho de 2005) de forma bastante gradual, prudente e subordinada aos seus objetivos estratégicos de prazo mais longo, resultando em apreciação modesta e reduzida volatilidade cambial.³²

Essa cautela indica que a China não parece disposta, ao contrário do Chile, a aceitar as pressões diplomáticas estadunidenses para limitar o uso soberano de controles de capitais, em acordos bilaterais ou em arenas multilaterais. A lição a retirar é que controles cambiais duradouros e extensivos, tanto à entrada quanto à saída de capitais de curto prazo, protegem economias de amplo mercado interno, isolando-as do contágio de crises internacionais. Mas para garantir o crescimento sustentado, o espaço de autonomia liberado pelos controles precisa ser aproveitado por outras iniciativas estratégicas de política econômica, que integrem e expandam o mercado interno sem prejudicar exportações, e vice-versa.

3.5 Índia

O caso indiano é marcado por controles extensivos e duradouros, tanto à entrada como à saída, com uso de controles diretos e administrativos, mais que controles indiretos ou “precificados”. Ao contrário da China, esses controles não estiveram a serviço de um regime de câmbio fixo, mas sim de um regime flutuante

(31) A referência aqui é, entre outros textos dos mesmos autores, Dooley; Folkers-Landau e Garber (2004).

(32) Prasad e Wei (2005, p. 8 e seguintes) consideram que o saldo da conta de erros e omissões do balanço de pagamentos pode representar, pelo menos em parte (além de problemas contábeis no cálculo de ganhos patrimoniais nas reservas cambiais), influxos de capital de curto prazo que conseguiriam contornar controles; admitem, porém, que o tamanho relativamente limitado do saldo (dada a convenção de que o iuane deve se apreciar) ainda aponta para a eficácia relativa dos controles. Para a administração recente do regime cambial chinês, ver Cunha; Biancareli e Prates (2006).

administrado que limitou volatilidade do câmbio nominal mas depreciou sistematicamente o câmbio real para melhorar competitividade a partir de 1995. Como na China, e ao contrário do Chile, esses controles se articularam a uma forma de gestão da economia que também não aceitou inteiramente as propostas do chamado Consenso de Washington.³³

É verdade, porém, que a economia indiana passou por uma mudança importante na década de 1990, no sentido de uma maior liberalização. Entre 1990 e meados de 1991, a Índia enfrentou grande crise no seu balanço de pagamentos e, para não entrar em *default* de suas obrigações externas, recorreu ao FMI. Como parte do acordo com essa instituição, o país foi chamado a executar programa de ajuste, implicando desvalorização da moeda em 20%, compressão das importações, arrocho fiscal e monetário, e uma prescrição para executar “reformas estruturais” visando a uma maior liberalização da economia: mudanças na política industrial, no regime de comércio, no papel do setor público, e na arquitetura do sistema financeiro doméstico.

Essa abertura da economia, que tem início em julho de 1991, pode ser lida como resposta à mencionada crise externa. Até então, a rúpia não era conversível em conta corrente, as tarifas de importação estavam entre as maiores do mundo, e os influxos de capital eram, basicamente, empréstimos oficiais. Aplicações de portfólio não eram permitidas, e mesmo o IDE era visto com suspeita, sujeito a um regime de análise e aprovação caso a caso.

No que tange à liberalização do balanço de pagamentos, a conversibilidade comercial foi o primeiro passo. Mas a conversibilidade da conta corrente, ocorrida em 1994, permaneceu limitada, com o Banco Central mantendo papel-chave no mercado de câmbio. A liberalização da conta financeira foi ainda mais prudente. O gradualismo parece ter sido influenciado pela percepção de que a crise externa de 1991 foi acentuada pela dificuldade de rolar as dívidas de curto prazo, e pela fuga de capitais sob a forma de retirada de depósitos efetuada por indianos não residentes no país. Tal cautela explica, em boa parte, o fato de ter a Índia atravessado bem o turbulento ano de 1997, reforçando a percepção de que os controles deveriam ser removidos lentamente.³⁴

O processo de liberalização financeira procurou distinguir investimento direto externo e investimento de portfólio. A liberalização do regime de IDE teve início em julho de 1991, mas foram mantidos controles diversos. Fluxos de IDE

(33) As referências específicas sobre os controles de capital e política cambial na Índia são Shah e Patnaik (2005), Gupta e Sathye (2004), Acioly (2004), Rajaraman (2003), e Khanna (2002). Sobre a via indiana de reformas liberais, Ahluwalia (2005), Cruz (2005) e Boillot (2006).

(34) O *Tarapore Committee*, estabelecido pelo Banco Central da Índia em 1997, recomendou uma liberalização gradual da conta de capital da Índia, e determinou que quatro condições deveriam ser atingidas para que se pudesse chegar à conversibilidade plena: volume de reservas cobrindo seis meses de importações, inflação entre 3% e 6%, razão entre déficit fiscal e PNB menor que 3,5%; enfim, os *Non Performing Assets* do sistema bancário não deveriam representar mais que 5% do total de ativos.

que respeitassem o limite mínimo de 51% de *equity* em 48 ramos (sobretudo manufatureiros) receberiam aprovação automática, sendo realizado apenas um procedimento de registro no Banco Central. Outras propostas seriam avaliadas por um conselho para promoção de investimentos estrangeiros (*Foreign Investment Promotion Board*). Ao longo do tempo, os limites mínimos e máximos de participação estrangeira nos diversos ramos foram sendo alterados. Em 2004, os únicos ramos significativos onde se admitia total controle estrangeiro eram exploração de petróleo, portos e aeroportos, rodovias e alguns serviços de Internet, mas se exigia um piso mínimo de inversão entre 51% e 74%. A participação estrangeira continua inteiramente vedada na agricultura, varejo e construção imobiliária. Se entendermos que o papel que o IDE exerce num país reflete, em parte, sua estratégia de desenvolvimento, é evidente que a Índia procurou, através de regulamentação rigorosa, inibir o componente patrimonial e especulativo do IDE, e orientá-lo para ramos prioritários, sobretudo serviços (Acioly, 2004). Para tanto, como na China, montou-se regime de controle e indução de investimentos diretos, construindo uma estrutura legal e institucional sintonizada com os objetivos de promoção do crescimento e redução da vulnerabilidade externa. Para dizer o mínimo, tais limites ao IDE não impediram que a formação bruta de capital fixo na Índia oscilasse entre 22,6% e 26,9% nos últimos quinze anos, e que o saldo de transações correntes passasse de déficit de 3% do PIB no início da década de 1990 para superávit de 1,7% em 2003-2004, enquanto o PIB crescia a uma taxa média de 5,7%.³⁵

A liberalização controlada da conta financeira, iniciada com o IDE em 1991, foi estendida para o investimento de portfólio a partir de setembro de 1992. Investidores Institucionais Estrangeiros (IIEs) foram autorizados a investir no mercado de capitais doméstico, mas sujeitos a controles diretos. Era permitido que investissem no mercado secundário de ações, mas com restrições quanto ao limite de participação nas empresas. Também foi permitido a tais investidores entrar no mercado primário, mas novamente foram impostos controles administrativos, como aprovação prévia e limite de participação, relaxados lentamente.

Por sua vez, mantiveram-se limites rígidos para empréstimos bancários e títulos de dívida privados. Na maioria dos ramos, débitos privados são submetidos à aprovação caso a caso pelo governo, em que a decisão depende de quantia, prazo e finalidade. No início de cada ano, o governo decide o teto máximo para aprovações. Dívidas de curto prazo são sujeitas a sérias restrições. Em 1996-1997, porém, permitiu-se aos IIEs a compra de títulos públicos, ajudando a financiar

(35) Cabe notar que a liberalização moderada da conta financeira foi acompanhada por liberalização limitada do sistema bancário: em 2002, sem privatizações, o Estado controlava 80% dos ativos dos bancos, preservando o percentual de 40% do crédito compulsoriamente canalizado para ramos prioritários: Cruz (2005), p. 35. Desde 2004, o IDE em bancos pode chegar a 74% do capital, mas com direito de voto limitado a 10% por bloco de acionistas (Boillot, 2006, p. 79).

déficit público que oscilou entre 6%-10% do PIB nos últimos dez anos. Esse tipo de investidor tem permissão para repatriar o principal, ganhos de capital, dividendos, juros e qualquer outra receita oriunda da venda de tais ativos financeiros, sem nenhuma restrição, à taxa de câmbio do mercado. O imposto sobre os dividendos de investimentos de portfólio para IIEs é de 20%, o que é bem mais baixo do que o imposto cobrado sobre as empresas nacionais e filiais estrangeiras.

Significativamente, essas iniciativas influenciaram a composição e o volume das entradas de capital de longo prazo. A Índia atraiu significativamente menos IDE do que a China, em parte pela existência de fortes restrições à concorrência com empresas nacionais em vários ramos, em parte porque o IDE destinado ao país concentra-se em ramos pouco intensivos em capital (como na indústria de *softwares* e eletrônicos, serviços de telecomunicações e outros serviços).³⁶ Por sua vez, os limites ao endividamento externo privado reduziram os fluxos brutos de dívida privada de 13,5% para 10,6% do PIB entre 1992 e 2004, enquanto os fluxos líquidos praticamente estagnaram em torno de 1% do PIB no período. O estoque de dívida externa/PIB caiu de 38,8% em 1991 para 20% em 2002. Por outro lado, influxos de portfólio animaram o mercado acionário, apoiando abertura de capital e/ou criação de novas empresas controladas nacionalmente, mas com acionistas minoritários estrangeiros. Hoje, investidores estrangeiros respondem por cerca de 11% do giro do mercado acionário. Desse modo, os influxos brutos de portfólio alcançaram mais que o triplo do IDE recentemente, tendo partido de valores insignificantes em 1992 para representar 7% do PIB em 2003-2004 (Shah; Patnaik, 2005).

A conversibilidade para todos os tipos de depósito para indianos não residentes foi introduzida em 2002. Em janeiro de 2004, o Banco Central permitiu a conversibilidade para residentes, mas impôs um limite máximo anual para a saída de recursos: apenas US\$ 25.000. Para alguns observadores, tal decisão talvez marque o início do processo de liberalização mais amplo, em direção à plena conversibilidade (Gupta; Sathye, 2004).³⁷

Isso posto, podemos afirmar que ainda que os movimentos mais recentes sinalizem na direção de maior abertura da conta financeira, a estabilidade externa

(36) No entanto, problemas contábeis subestimam o IDE na Índia e o superestimam na China. Estimativa dos dados corrigidos aponta diferença relativa pequena ao PIB para 2000-2001: 1,7% do PIB na Índia e 2% na China. A relevância da diferença é ainda menor se considerarmos que parte significativa do IDE na Índia é pouco intensiva em capital e procura aproveitar a qualificação dos trabalhadores em serviços especializados, em torno a *clusters* apoiados pelo Estado desde a década de 1980. A Índia liderou o crescimento internacional nas exportações de serviços na última década e, em 2004, exportou serviços no valor de US\$ 20 bilhões, ou um terço das exportações de bens (Boillot, 2006, p. 84-87).

(37) Em março de 2006, de fato, o presidente da Comissão de Planejamento, Montek Singh Ahluwalia, afirmou que o montante das reservas cambiais permite que o país planeje eliminar as restrições à conversibilidade (Índia..., 2006).

experimentada pela Índia desde 1990 até o presente, incluindo-se aí o fato de a Índia não ter sido vítima de contágio na crise de 1997-1998, deve-se ao seu gradual processo de liberalização, sujeito a reavaliações frequentes.³⁸

Considerações finais

Levando em conta as dimensões (teórica versus prática, nacional versus internacional, estrutural versus conjuntural) presentes no debate sobre controle de capitais, apresentemos algumas considerações ensejadas pelas circunstâncias atuais da economia brasileira.

A primeira é a constatação de que a gestão da política econômica no governo Lula pareceu passar ao largo da reflexão atual sobre a abertura financeira, e sua relação com as condições macroeconômicas para crescimento sustentado em níveis elevados. Enquanto, no *mainstream* acadêmico e financeiro internacional, várias vozes influentes reconhecem os danos da liberalização total e defendem o uso de instrumentos de controle, procurou-se aumentar a conversibilidade de curto prazo do real com um conjunto coerente de iniciativas: unificação dos mercados de câmbio livre e flutuante; extinção das Contas de Não Residentes (CC-5), ampliando as possibilidades de remessa de divisas ao exterior; a Medida Provisória 281, convertida na Lei n. 11.312 de 27 de junho de 2006, que isenta de IR e CPMF investidores estrangeiros que adquirem títulos da dívida pública interna; e, mais recentemente, a flexibilização da cobertura cambial às exportações, com a ampliação dos prazos de retenção de dólares no exterior pelos exportadores (Prates, 2006). Enquanto isso, a retórica liberal no Brasil ainda lança mão dos velhos argumentos de eficiência dos mercados e ineficácia das tentativas de regulação, embora alguns autores identificados com a ortodoxia admitam a pertinência de controles.³⁹

Por outro lado, não falta, dentre os economistas críticos da política liberalizante, consciência da necessidade da imposição de controles e, mais que isso, capacidade de traduzi-la em proposições concretas sujeitas às especificidades

(38) Essa liberalização, ainda que gradual, já manifesta problemas: aumentou o passivo de curto prazo – no início de 2004, por volta de um terço das reservas externas era composto de recursos de curto prazo – e dificultou mais o processo de tornar a taxa de câmbio competitiva (Gupta; Sathye, 2004).

(39) Eliana Cardoso apresenta de forma muito clara a opinião liberal em coluna no *Valor Econômico* de 17 de março de 2005: “Se não funcionam, não há por que trazê-los de volta”. Um contraponto é de Afonso Celso Pastore, que defendeu o uso do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) para desestimular o influxo de capitais de curto prazo: “Acho que eu tenho uma tradição de luta contra a heterodoxia em mais de 40 anos de profissão que me autoriza perfeitamente a defender um IOF no ingresso de capital, num momento em que esse fluxo de curto prazo está gerando uma distorção e menos eficácia na política monetária, sem que ninguém me acuse de ser um adesista à visão burra da esquerda de que controle do movimento de capitais produz uma política monetária mais eficaz.” (Pastore..., 2005). Sobre a insuficiência do IOF para afetar os movimentos atuais no câmbio brasileiro – mais ligado às operações nos mercados de derivativos, que prescindem de uma volumosa entrada física de divisas, operando através dos depósitos de margens e garantias bancárias –, ver Farhi (2005).

do momento. Mas a experiência internacional ilustra que controles de capitais só são efetivos quando complementados por outras iniciativas de fomento ao desenvolvimento econômico, particularmente em países que não abrigam centros de serviços financeiros e mercados de capitais internacionais, são incapazes de se endividar internacionalmente em sua própria moeda e, tendo poucos meios de controlar instabilidades financeiras internacionais, devem proteger-se delas de antemão. De fato, como mencionamos, países que seguem um modelo “orientado” de investimentos produtivos, complementado por regulação do crédito e controle de capitais, vêm apresentando historicamente maiores taxas de crescimento e menor vulnerabilidade financeira e cambial que países latino-americanos, adeptos precoces ou tardios do Consenso de Washington e do regime de contas financeiras liberalizadas.⁴⁰

Além disso, análises da experiência internacional mostram que:

(1) controles de entrada tendem a alongar prazos de passivos, evitar apreciação cambial e preservar maior autonomia de política macroeconômica em momentos de abundância de liquidez internacional, mas precisam ser complementados por controles de saída, para limitar ataques especulativos em momentos de crise de liquidez e “fuga para qualidade”;

(2) em geral, o momento da aplicação dos controles é importante para determinar o tipo de controle a ser usado. É melhor não esperar pela crise financeira antes de implementar controles, mas sua imposição deve ser rápida, abrangente e profunda uma vez que uma crise ocorra;

(3) o controle do movimento de capitais de curto prazo não inibe a oferta de capitais de maior prazo. Pelo contrário, pode estimular sua atração, desde que permita que o horizonte do investidor seja balizado, a longo termo, por expectativas de crédito barato e câmbio competitivo, e por mecanismos de controle da dívida pública que não deprimam o gasto público, nem prejudiquem o planejamento de investimentos em infra-estrutura.

Em suma, entendemos que controles de capitais são necessários para aumentar os graus de autonomia da política econômica local, mas não são suficientes para assegurar que esse espaço de autonomia seja aproveitado para estimular o crescimento econômico sustentado. Para isso, é preciso que os controles complementem estratégias de desenvolvimento, lideradas por coalizões políticas estáveis, que combinem aumento dos investimentos em capital fixo, integração do mercado interno e incentivo às exportações.

Concluamos com a qualificação de que nossa preocupação aqui era mais a de tecer relações entre processos de liberalização financeira e condições de sustentação de elevados níveis de crescimento econômico, e menos a de relacionar abertura financeira e perfis de desenvolvimento mais ou menos equilibrados

(40) Cf. Dooley; Folkers-Landau e Garber (2004) e Silva (2004).

socialmente. A respeito, evidências internacionais indicam que a liberalização do movimento de capitais de curto prazo tende a piorar a distribuição de renda, em razão de efeitos sobre (1) ritmo e composição dos investimentos induzidos ao longo do ciclo econômico, (2) ritmo de crescimento, perfil e remuneração de empregos gerados, (3) práticas de governança corporativa que, diante de opções líquidas de aplicação financeira e arbitragem internacional, podem valorizar lucros e dividendos imediatos em prejuízo de investimentos de longo prazo, (4) impacto de crises econômicas em emprego e salários, (5) aumento do poder de veto de fugas de capital contra políticas tributárias ou outras de caráter distributivo, (6) esterilização de impostos por meio de taxas de juros mais elevadas sobre a dívida pública, canalizando recursos públicos crescentes para elites rentistas.⁴¹ Consideramos esse um tema crucial para novos pesquisadores.

Referências bibliográficas

- ABDELAL, R. Writing the rules of global finance: France, Europe, and capital liberalization. *Review of International Political Economy*, London, v. 13, n. 1, Feb. 2006.
- ACIOLY, L. *Brasil, China e Índia: o investimento direto externo nos anos noventa*. Tese (Doutoramento)–Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2004.
- _____. China: uma inserção externa diferenciada. *Economia Política Internacional: Análise Estratégica*, Campinas, n. 7, out./dez. 2005. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/asp-scripts/boletim_ceri/boletim/boletim7/03_China.pdf>.
- AGOSIN, M.; FFRENCH-DAVIS, R. *Managing capital inflows in Chile*. 2000. Disponível em: <<http://www.financialpolicy.org/financedev/agosin.pdf>>.
- ALBA, P. HERNÁNDEZ, L.; KLINGEBIEL, D. *Financial liberalization and the capital account: Thailand, 1988-1997*. Washington, DC: World Bank, 1999. (Policy Research Working Paper, WPS 2188).
- AHLUWALIA, M. Lessons from India's economic reforms. In: AHLUWALIA, M. et al. *Development challenges in the 1990's*. Washington, DC: World Bank and Oxford University Press, 2005.
- ARIFF, M.; KHALID, A. *Liberalization and growth in Asia*. Cheltenham: Edward Elgar, 2005.
- ARIYOSHI, A. et al. Capital controls: country experiences with their use and liberalization. *IMF Occasional Paper*, n. 190, 2000.

(41) Keynes já arrolara alguns desses efeitos distributivos à luz da experiência dos anos 1920 e 1930: ver, em especial, Helleiner (1994) e Pollin (2000). Sobre o debate recente, ver Artus e Virard (2005), Cobham (2001), Das e Mohaprata (2001), Duménil e Lévy (2004) e (2005), Epstein e Jayadev (2005), Epstein e Power (2003), Fitzgerald (1998), Harrison; Aisbett e Zwane (2005), Hoeven e Lubker (2006), e Lee e Jayadev (2005). Sobre o papel da dívida pública na produção de desigualdade, o caso brasileiro é avaliado por Silva (2005) e Vernengo (2005).

- ARTUS, P.; VIRARD, M-P. *Le capitalisme est en train de s'autodétruire*. Paris: La Découverte, 2005.
- BANCO DO JAPÃO. *Financial reform in Asian economies*. Tokyo: Research and Statistics Department, May 1990. (Special Paper, 189).
- BATISTA JR., P. N. Apresentação. In: FFRENCH-DAVIS, R.; GRIFFITH-JONES (Org.). *Os fluxos financeiros na América Latina – um desafio ao progresso*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1997.
- _____. Vulnerabilidade externa da economia brasileira. *Estudos Avançados*, São Paulo, n. 45, p. 173-85, 2002.
- BELLO, W. *The end of a 'miracle': Speculation, foreign capital dependence and the collapse of the Southeast Asian economies*. *The Multinational Monitor*, v. 19, n. 1-2, Jan./Feb. 1998.
- BHAGWATI, J. The capital myth: the difference between trade in widgets and dollars. *Foreign Affairs*, v. 77, n. 3, p. 7-12, .May/Jun. 1998.
- BIANCARELI, A. M. *Liberalização financeira, fluxos de capital, financiamento externo: três momentos de um debate no Brasil (1989-2002)*. Dissertação (Mestrado)–Instituto de Economia, Universidade Estadual deCampinas, Campinas, 2003.
- BLUSTEIN, P. *Vexame: os bastidores do FMI na crise que abalou o sistema financeiro mundial*. Rio de Janeiro: Record, 2002.
- BOILLOT, J-J. *L'économie de L'Inde*. Paris: La Découverte, 2006.
- BUSTELO, P.; GARCÍA, C.; OLIVIÉ, I. *Estructura económica de Asia Oriental*. Madrid: Akal, 2004.
- BYEON, Y. et al. Thailand: adjusting to success. *IMF Occasional Paper*, n. 85, 1991.
- CARDOSO, E. Verde, que te quero verde. *Valor Econômico*, São Paulo, 17 mar. 2005.
- _____; GOLDFAJN, I. *Capital flows to Brazil: the endogeneity of capital controls*. 1997. (IMF Working Paper, n. 115).
- CARNEIRO, R. A política macroeconômica da era FHC ao governo Lula: da trindade impossível à autonomia necessária. In: REIS VELLOSO (Org.). *Governo Lula: novas prioridades e desenvolvimento sustentado*. Rio de Janeiro: José Olympio, 2003. 559p.
- CARVALHO, F. C. Controles de capitais e recuperação da iniciativa em política econômica. In: PAULA, J. (Ed.). *A economia política da mudança*. Belo Horizonte: Autêntica, 2003.
- _____; SICSÚ, J. Controvérsias recentes sobre controles de capitais. *Revista de Economia Política*, v. 24, n. 2, p. 163-184, abr./jun. 2004.
- COUTINHO, L.; BELLUZZO, L. G. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, p. 129-154, dez. 1996.
- COBHAM, A. *Capital account: liberalization and poverty*. 2001. (QHE Working Paper Series, n. 70).
- CORBETT, J.; VINER, D. The Asian crisis: lessons from the collapse of the financial systems, exchange rates and macroeconomic policy. In: AGÉNOR, P. et al. *The Asian*

financial crisis: causes, contagion and consequences. Cambridge: Cambridge University Press, 1999.

CORSETTI, G.; PESENTI, P.; ROUBINI, N. *What caused the Asian currency and financial crisis?* 1999. (NBER Working Paper, n. 6833-4).

COWAN, K.; GREGÓRIO, J. *International borrowing, capital controls and the exchange rate: lessons from Chile*. Conferência do NBER "International Capital Flows", revisão 2006. Disponível em: <www.nber.org>.

CRUZ, S. V. *Reformas econômicas na Índia: discurso e processo*. *Economia Política Internacional: Análise Estratégica*, Campinas, n. 7, out./dez. 2005. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/asp-scripts/boletim_ceri/boletim/boletim7/04_India.pdf>.

_____ et al. *Reestruturação econômica mundial e reformas liberalizantes nos países em desenvolvimento*. São Paulo: Unicamp/Cedec/Fapesp, 2003.

CUNHA, A. *Crise no Pacífico Asiático: causas e conseqüências*. Tese (Doutorado)–Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2001.

_____; BIANCARELI, A.; PRATES, D. A diplomacia do yuan fraco. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 11, Vitória, ES, 13 a 16 jun, 2006.

DAS, M.; MOHAPRATA, S. *Income inequality: the aftermath of stock market liberalization in emerging markets*. Columbia Department of Economics Working Paper, Oct. 2001.

DICKS-MIREAUX, L.; HORVATH, B.; KOCHHAR, K. Thailand: the road to sustained growth. *IMF Occasional Paper*, n. 146, 1996.

DOOLEY, M.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. *The revived Bretton Woods system: the effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and exchange rates in center countries*. 2004. (NBER Working Paper, n. 10332).

DUMÉNIL, G.; LEVY, D. Neoliberal income trends. Wealth, class and ownership in the USA. *New Left Review*, v. 30, p. 105-133, 2004.

_____. Costs and benefits of neoliberalism: a class analysis. In: EPSTEIN, G.; *Financialization and the world economy*. Aldershot, England: Edward Elgar, 2005.

EDISON, H.; REINHART, C. *Capital controls during financial crises: the case of Malaysia and Thailand*. Board of Governors of the Federal Reserve. 2000. (International Finance Discussion Paper, n. 662).

EDWARDS, S. *How effective are capital controls?* 1999. (NBER Working Paper, n. 7413).

EICHENGREEN, B.; FISHLOW, A. Contending with capital flows: what is different about the 1990s? In: KAHLER, Miles (Ed.). *Capital flows and financial crises*. Cornell University Press, 1998.

_____; ROSE, A.; WYPLOSZ, C. (1998) Contagious currency crises. *Scandinavian Journal of Economics*, 98, 1996.

EPSTEIN, G.; POWER, D. *Rentier incomes and financial crises*. 2003. (PERI Working Paper Series, n. 57).

EPSTEIN, G.; GRABEL, I.; JOMO, K. S. *Capital management techniques in developing countries: an assessment of experiences from the 1990's and lessons for the future*. 2003. (PERI Working Paper Series, n. 56). Disponível em: <<http://www.umass.edu/peri/pdfs/WP56.pdf>>.

_____; JAYADEV, A. The rise of rentier incomes in OECD countries: financialization, Central Bank policy and labor solidarity. In: EPSTEIN G. *Financialization and the world economy*. Aldershot, England: Edward Elgar, 2005.

FARHI, M. Mercados de câmbio *offshore* e moedas inconvertíveis. *Política Econômica em Foco*, Campinas, Unicamp. IE. Cecon, n. 3, 13 ago. 2004. (Suplemento, n. 3). Disponível em: <www.eco.unicamp.br>.

_____. Os vínculos entre a taxa de juros, o risco país e a taxa de câmbio do real. *Política Econômica em Foco*, Campinas, Unicamp. IE. Cecon, n. 4, 11 mar. 2005. (Suplemento, n. 4). Disponível em: <www.eco.unicamp.br>.

FFRENCH-DAVIS, R.; AGOSIN, M.; UTHOFF, A. Movimentos de capitais, estratégia exportadora e estabilidade macroeconômica no Chile. In: FFRENCH-DAVIS, R.; GRIFFITH-JONES (Org., 1995). *Os fluxos financeiros na América Latina – um desafio ao progresso*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1997.

FITZGERALD, K. Short-term capital flows, the real economy and income distribution in developing countries. *QHE Working Paper Series*, n. 8, 1998.

FORBES, K. J. *Capital controls: mud in the wheels of market discipline*. 2004. (NBER Working Paper, n. 10284).

FREITAS, M. C. P.; PRATES, D. M. A abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 17, p. 81-111, dez. 2001.

GARCÍA, C. *Capital extranjero y política económica: las crisis financieras del sudeste asiático*. Madrid: Editorial Fundamentos, 2005.

GARCIA, M. G. P.; BARCINSKY, A. *Capital flows to Brazil in the nineties: macroeconomic aspects and the effectiveness of capital controls*. Rio de Janeiro: PUC, 1996. (Texto para Discussão PUC-Rio, n. 357).

GHOSAL, S.; MILLER, M. *Managing financial crises in emerging markets: new developments in review*. University of Warwick: Department of Economics and CSGR, 2003. Disponível em: <<http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/csgr/>>.

GOURINCHAS, P.; JEANNE, O. *The elusive gains from international financial integration*. 2003. (NBER Working Paper, n. 9684).

GOWAN, P. *The global gamble: Washington's faustian bid for world dominance*. London: Verso, 1999.

GUPTA, D.; SATHYE, M. *Financial developments in India: should India introduce capital account convertibility*. 2004. Disponível em: <http://rspas.anu.edu.au/papers/asarc/2004_07.pdf>.

HAGGARD, S. et al. (Ed.). *The politics of finance in developing countries*. Ithaca: Cornell University Press, 1993.

HARRISON, A.; AISBETT, E.; ZWANE, A. *Globalization and poverty: what is the evidence?* Paper to the Conference Globalization: Prospects and Problems. University of Florida, 2005.

HAY, F.; SHI, Y. (Ed.). *La montée en puissance de l'Économie Chinoise*. Rennes: Presses Universitaires de Rennes, 2005.

HELLEINER, E. (1994). *States and the reemergence of global finance: from Bretton Woods to the 1990's*. Ithaca: Cornell University Press, 1996.

HOEVEN, R.; LUBKER, M. *External openness and employment: the need for coherent international and national policies*. Geneva: Policy Integration Department, International Labour Office, 2006.

HU, F. Capital flows, overheating, and the nominal exchange rate regime in China. Preparado para o seminário *A Liberal Agenda for the New Century: A Global Perspective*, em Moscou, Apr. 2004. Disponível em: <<http://www.cato.org/events/russianconf2004/papers/hu.pdf>>.

IMF. *Global financial stability report: market developments and issues*. Washington, DC, Apr. 2006a.

IMF. *Annual Report of the Executive Board for the Financial Year Ended April 30, 2006*. Washington, DC, Apr. 2006b.

ÍNDIA deve tornar moeda conversível. *Folha de São Paulo*, São Paulo, 20 mar. 2006.

ISLAM, I.; CHOWDHURY, A. *Asia Pacific economies: a survey*. London: Routledge, 1997.

JOMO, K. S. *Industrializing Malaysia: policy, performance, prospects*. London: Routledge, 1993.

_____. *Growth after the Asian crisis: what remains of the Asian model?* G-24. 2001. (Discussion Paper, n. 10). Disponível em: <<http://www.unctad.org/en/docs/pogdsmdpbg24d10.en.pdf>>.

JOHNSON, S. et al. *Malaysian capital controls: macroeconomics and institutions*. 2006. Disponível em: <www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp0651.pdf>.

KAPLAN, E.; RODRIK, D. *Did the Malaysian capital controls work?* 2001. (NBER Working Paper, n. 8142).

KAWAI, M.; TAKAGI, S. *Rethinking capital controls: the Malaysian experience*. 2003. Disponível em: <www.mof.go.jp/jouhou/soken/kenkyu/ron056.pdf>.

KHANA, S. Has India gained from capital account liberalization? Private capital flows and the Indian economy in the 1990s. 2002. Disponível em: <http://www.networkideas.org/feathm/dec2002/Sushil_Paper.pdf>.

KHOR, M. *Capital controls in Malaysia*. Social watch, the big issues. 2000. Disponível em: <<http://www.socialwatch.org/en/informesTematicos/11.html>>.

KREGEL, J. *Yes, "it" did happen again: a Minsky crisis happened in Asia*. Levy Economics Institute, Apr. 1998. (Working Paper, n. 234).

KRUEGER, A. *New approaches to sovereign debt restructuring: an update on our thinking*. Discurso na Conference on “Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards”. Washington, DC: Institute for International Economics, Apr. 2002. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/speeches/2002/040102.htm>>.

KUCZYNSKI, P.; WILLIAMSON, J. (Ed.). *After the Washington Consensus: restarting growth and reform in Latin America*. Washington, DC: Institute for International Economics, 2004.

LEE, K.; JAYADEV, A. Capital account liberalization, growth and the labor share of income: reviewing and extending the cross-country evidence. In: EPSTEIN, G. (Ed.). *Capital flight and capital controls in developing countries*. Cheltenham, UK: Northampton / MA: Edward Elgar, 2005.

LOURIAUX, M. et al. *Capital ungoverned: liberalizing finance in interventionist states*. Ithaca: Cornell University Press, 1997.

MINSKY, H. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.

NESADURAI, H. Accommodating global markets: Malaysia’s response to economic crisis. University of Warwick: Department of Economics and CSGR, 1998. Disponível em: <<http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/csgr/>>.

PAULA, L. F. et al. Fluxo e controle de capitais no Brasil: avaliação e proposta de política. In: SICSÚ, J.; OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. de (Org.). *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. São Paulo: Manole/Fundação Konrad Adenauer, 2003.

PALMA, G. *The three routes to financial crisis: the need for capital controls*. New York: Center for Economic Policy Analysis, 2000. (CEPA Working Paper, n. 18).

PASTORE sugere taxar capital de curto prazo (2006). *Valor Econômico*, São Paulo, 22 fev. 2005.

PETTIS, M. Reengineering the volatility machine: how the IMF can help prevent financial crises. *World Policy Journal*, v. 20, n. 3, Fall 2003. Disponível em: <<http://www.worldpolicy.org/journal/articles/wpj03-3/pettis.html>>.

POLLIN, R. *Globalization, inequality and financial instability: confronting the Marx, Keynes and Polanyi problems in advanced capitalist economies*. 2000. (PERI Working Paper Series, n. 8).

PRASAD, E. et al. *Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence*. Washington, DC: IMF, 2003.

_____; WEI, S. *The Chinese approach to capital inflows: patterns and possible explanations*. 2005. (NBER Working Paper, n. 11306).

PRATES, D. A inserção externa da economia brasileira no governo Lula. *Política Econômica em Foco*, Campinas, Unicamp. IE. Cecon, n. 7, nov. 2005/abr. 2006. Disponível em: <www.eco.unicamp.br>.

RAJARAMAN, I. Management of the capital account: a study of India and Malaysia. In: UNCTAD. *Management of capital flows: comparative experiences and implications for Africa*. New York and Geneva: United Nations, 2003.

RODRIK, D. Who needs capital-account convertibility? *Essays in International Finance*, n. 207, p. 55-65, May 1998.

ROJAS-SUAREZ, L. Monetary policy and exchange rates: guiding principles for a sustainable regime. In: KUCZYNSKI, P.; WILLIAMSON, J. (Ed.). *After the Washington Consensus: restarting growth and reform in Latin America*. Washington, DC: Institute for International Economics, 2004.

SHAH, A.; PATNAIK, I. *India's experience with capital flows: the elusive quest for a sustainable current account deficit*. Conferência do NBER "International Capital Flows". 2005. Disponível em: <www.nber.org>.

SILVA A. C. M. Norte-americanos, chineses e a alegria do mundo. *Política Econômica em Foco*, Campinas, Unicamp. IE. Cecon, n. 4, maio/out. 2004. Disponível em: <www.eco.unicamp.br>.

_____. *O debate sobre o arranjo fiscal brasileiro: um pouco de aritmética keynesiana*. *Política Econômica em Foco*, Campinas, Unicamp. IE. Cecon, 2005. (Suplemento, n. 7). Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/asp-scripts/boletim_cecon/boletim4/suplemento7_4.pdf>.

STIGLITZ, J. Capital market liberalization, economic growth and instability. *World Development*, v. 28, n. 6, p. 1075-1086, 2000.

TAVARES, M. C. As políticas de ajuste no Brasil: os limites da resistência. In: _____; FIORI, J. L. *Desajuste global e modernização conservadora*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993.

UNCTAD. *Management of capital flows: comparative experiences and implications for Africa*. New York and Geneva: United Nations, 2003.

VERNENGO, M. *Fiscal squeeze and social policy during the Cardoso administration (1995-2002)*. University of Utah Department of Economics, 2005. (Working Papers Series, n. 2005-11).

WADE, R. *Gestalt shift: from "miracle" to cronyism in the Asian crisis*. London: LSE – Development Studies Institute, n. 02-25, 2002.

WILLIAMSON, J. An agenda for restarting growth and reform. In: KUCZYNSKI, P.; WILLIAMSON, J. (Ed.). *After the Washington Consensus: restarting growth and reform in Latin America*. Washington, DC: Institute for International Economics, 2004.

WORLD BANK. *The East Asian miracle*. New York: Oxford University Press, 1993.

_____. *East Asia: the road to recovery*. Washington, DC: World Bank, 1998.

YONGDING, Y.; PHIL, D. *On China's capital controls*. 1999. Disponível em: <<http://www.iwep.org.cn>>.