

Controle de capitais: a experiência malaia

Giancarlo Ciola¹

Adriana Jungbluth¹

Armando Palermo Funari¹

Omar Muhieddine Franco Abbara¹

Resumo

O presente trabalho apresenta a experiência malaia na adoção de controle de capitais, em especial durante a crise asiática, momento no qual o país rompe com o *mainstream*, representado pelas diretrizes do Fundo Monetário Internacional para a região atingida. Os resultados desta experiência e a rápida recuperação econômica vivida pelo país são evidenciados, em contraste com a experiência dos países atingidos que seguiram os programas do FMI.

Abstract

This paper presents the Malaysian experience in the adoption of capital controls, especially during the Asian crisis, when the country breached with *mainstream*, represented by International Monetary Fund policies for the reached region. The results of this experience and the fast economic recovery of the country are focused, in contrast to some other involved countries that followed IMF programs experience.

Introdução

“O debate em torno da implementação de controles de capitais² (e seu gêmeo, a discussão em torno da desejabilidade da liberalização dos movimentos de capitais através da abertura da conta de capitais do balanço de pagamentos), depois de longo período de dormência, foi reavivado na segunda metade da

(1) Graduandos de Ciências Econômicas pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas – Unicamp. Os autores agradecem os valiosos comentários de Daniela Magalhães Prates em versão preliminar deste. Quaisquer eventuais erros remanescentes na versão final são responsabilidades dos autores.

(2) Controles de capitais designam quaisquer políticas destinadas a limitar ou redirecionar transações na conta de capitais (Neely, 1999). Podem assumir várias formas e serem aplicados para vários propósitos (Bakker, 1996). Sendo assim, podem adquirir a forma de controles pelo intermédio de taxas, preços ou quantidades, ou por estritas proibições no comércio internacional de ativos.

década de 1990.³ O tema tornou-se particularmente atraente em 1998, com a adoção de controles pelo governo da Malásia, em reação ao aprofundamento da crise de balanço de pagamentos iniciada em fins de 1997. A experiência malaia teve grande impacto, não apenas por ter o país recorrido a instrumentos vistos com particular consternação pelos mercados financeiros internacionais (e por governos dos países industrializados, além das instituições financeiras multilaterais, cuja posição é definida por eles), como os controles impeditivos de saída de capitais, mas por representar uma atitude praticamente única na década dos 90: a reversão de processos de liberalização financeira” (Carvalho, 2004, p. 1).

Os processos de liberalização financeira se iniciaram na região do leste asiático na década de 1980, a partir de grande pressão tanto de países como os Estados Unidos, cujas instituições financeiras buscavam áreas de expansão, quanto da OCDE e do FMI.

Segundo alguns analistas, a abertura das contas de capitais em países desta região foi a principal causa da chamada crise asiática, ocorrida em 1997. O impacto desta crise, que alcançou inclusive os países mais desenvolvidos, trouxe novamente à tona a discussão sobre o controle de capitais e as conseqüências que sua ausência pode trazer para economias emergentes.⁴ O desejo e a crença da necessidade da liberalização foram fortemente abalados. Mesmo com a recuperação das principais economias do mundo capitalista, a discussão se manteve, visto que outros países foram atingidos nos anos seguintes por crises originadas com o processo de fuga desenfreada de capitais, tais como a Rússia (1998) e o Brasil (1998/1999).

(3) Entre os economistas que anteriormente defenderam os controles de capitais, certamente o mais conhecido foi John Maynard Keynes, sob cuja influência a conferência de Bretton Woods, em julho de 1944, decidiu recomendar aos signatários do acordo final a adoção de controles no caso de crises de balanço de pagamentos devidas a fugas de capitais.

(4) Ao contrário da crise mexicana, que a precedeu, a crise asiática teve efeitos mais amplos e duradouros sobre os fluxos de capitais para os países “emergentes”. Essa crise explicitou os riscos de contaminação global de desequilíbrios e/ou crises em determinados países ou regiões no contexto atual, ilustrados pelo comportamento de manada dos agentes, inerente à dinâmica dos mercados financeiros liberalizados e globalizados. “Pela primeira vez, uma crise financeira nos ‘mercados emergentes’ contaminou de forma imediata diversos segmentos dos mercados financeiros dos países centrais”. Mas, “o efeito contágio global da crise do sudeste asiático não esteve associado somente ao processo de globalização financeira, mas também ao papel crucial da região no crescimento do comércio e da economia mundial nos anos 90” (Prates, 2002).

A defesa da liberalização financeira e a conseqüente ausência de controles de capitais baseiam-se no argumento de que o mercado é capaz de alocar de forma eficiente os fluxos nele envolvidos. Sob este argumento, a adoção de controles seria algo desastroso para a melhor alocação destes fluxos e teria efeitos danosos, principalmente em economias em desenvolvimento que, teoricamente, dispõem de quantidades mais limitadas destes recursos, necessitando de fluxos de capitais estrangeiros.

Este argumento pode ser rebatido de duas maneiras. A primeira baseia-se na hipótese de que a economia funciona sob incerteza fundamental.⁵ A incerteza e tudo aquilo que ela acarreta seriam motivos para que o mercado não conseguisse a alocação perfeita de recursos. Mas se, além disto, aceitarmos que os fluxos privados de capitais respondem principalmente a uma lógica de valorização (o que nos parece bastante plausível), veremos nos controles de capitais um poderoso instrumento estatal com o objetivo de dar ao Estado um controle macroeconômico desejável e que possibilite o desenvolvimento de uma nação, ou, neste caso, que impeça sua ruína (Carvalho; Sicsú, 2004).

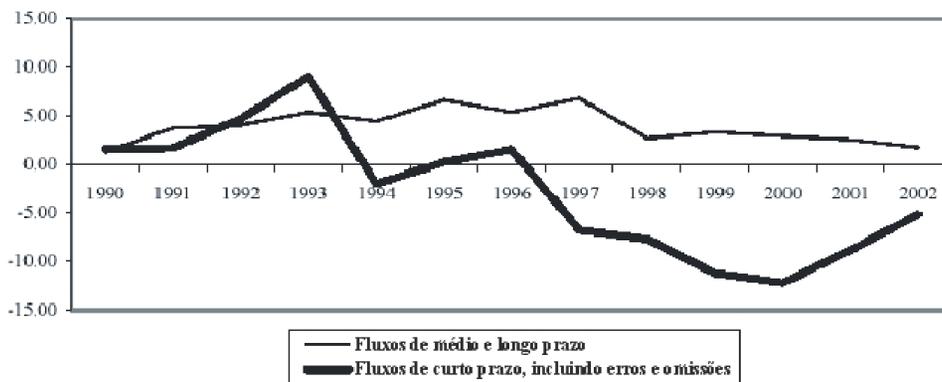
Este trabalho apresentará a experiência malaia, enfatizando os impactos da política adotada pelo país a partir de 1998, quando este foi atingido pela crise asiática. Na primeira seção, abordaremos o período anterior à crise, destacando o posicionamento da Malásia e os objetivos das políticas adotadas naquele momento. Em seguida, evidenciaremos a grande diferença entre os caminhos escolhidos pela Malásia e demais países da região asiática em resposta à crise do balanço de pagamentos iniciada em 1997. Na terceira seção, analisaremos os resultados alcançados pela Malásia com as políticas adotadas, e na última seção apresentaremos as conclusões deste trabalho.

(5) O conceito de incerteza fundamental foi introduzido por John Maynard Keynes, em contraposição ao conceito de risco aplicado na teoria ortodoxa vigente, em que se distribui probabilidades a alternativas de futuro. Diferentemente deste, à incerteza fundamental não se pode associar uma probabilidade ou chance de acontecimento de um fato, pois não se pode prever o futuro. O futuro é incerto e frente a isso tomamos ações baseadas em nossas expectativas sobre o mesmo (influenciadas pela base de conhecimento, ou pela percepção de incerteza). As ações, portanto, dependem tanto da confiança nestas expectativas quanto da aversão ao risco de um agente. Keynes aplicou este conceito na economia, principalmente no que diz respeito ao emprego dos recursos dos agentes entre os diversos ativos disponíveis na economia. Para maiores detalhes, ver Keynes (1921, 1936).

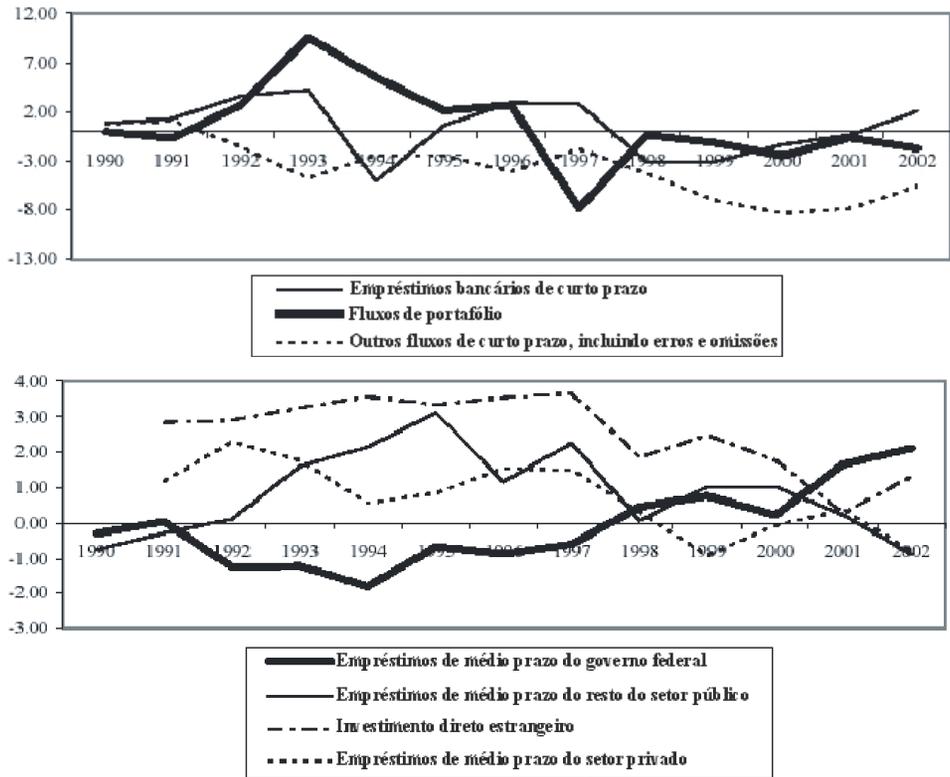
A Malásia no pré-crise

A Malásia 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* (fora das fronteiras domésticas) de moedas e ações (Bastos; Biancarelli; Deos, 2004), ao mesmo tempo em que apresentava uma considerável expansão do produto nacional⁶ (Epstein; Grabel; Jomo, 2003).

Na década de 1990, a composição dos fluxos de capitais para o país variou de forma notável, em especial os de curto prazo. Até a crise asiática (1997), o país recebeu crescentes fluxos de investimentos diretos estrangeiros (fluxos de médio e longo prazos), superiores aos fluxos de capitais de curto prazo em todo o período, exceto no ano de 1993. A crescente participação de investimento direto estrangeiro (IDE) nesse período foi consequência da própria dinâmica de formação de uma estrutura industrial voltada para o mercado exterior. As empresas estrangeiras correspondiam a 45% do valor agregado industrial da Malásia e eram responsáveis por três quartos do total de manufaturados exportados em meados dos anos 1990. Com a crise de 1997, este volume declinou e não atingiu as proporções anteriores. Os gráficos a seguir ilustram este comportamento:



(6) Athukorala (2001) destaca que a Malásia apresentou um crescimento médio de 6,5% na década de 1970, registrando desaceleração e recessão econômica em meados dos anos 80 e recuperando a expansão econômica a partir de 1988. Essa performance econômica é resultante do desenvolvimento industrial na Malásia, voltado principalmente para exportações, permitindo que o país se tornasse o sexto maior exportador de manufaturados do mundo.



Fontes: Governo malaio, estimativas do FMI.

A flutuação observada, em especial dos fluxos de curto prazo, reflete os resultados das políticas adotadas pela Malásia a partir de 1968, que buscavam remover restrições à pagamentos e transferências internacionais – de acordo com o Artigo VIII dos estatutos do FMI, que se refere às “obrigações gerais dos membros” – e relaxar as regulamentações comerciais e na conta de capital gradualmente. Segundo Tamirisa (2004), poderíamos sumarizar a estrutura regulatória da conta de capitais malaia, de 1970 à crise asiática, da seguinte forma:

- As rendas de exportação deveriam ser repatriadas e vendidas a algum banco doméstico, de forma a encorajar o desenvolvimento do mercado de câmbio;
- Os fluxos de saída e entrada de investimentos de portfólio eram geralmente livres de regulamentação – essa liberdade é evidenciada com a grande volatilidade destes fluxos;
- As transações de crédito nacional e internacional eram cuidadosamente controladas;
- O comércio internacional e transações financeiras em ringgit (moeda malaia) eram permitidos.⁷

As autoridades malaias, contudo, viam os controles de capitais como uma opção para evitar os efeitos adversos dos fluxos de curto prazo na economia doméstica. E, mesmo com a tendência histórica acima descrita, seu uso ocorreu em duas ocasiões: em 1994 e em 1997/1998, quando a Malásia enfrentou de forma heterodoxa a crise que atingiu o leste asiático (Bastos, Biancarelli & Deos, 2004).

No início da década de 1990 a Malásia assistiu a uma volumosa entrada de fluxos de capitais de curto prazo, em sua maioria investimentos de portfólio. Assim, no início de 1994, o governo malaio introduziu controles sobre a entrada destes fluxos, de forma a restabelecer o controle monetário sem pressões inflacionárias (Tamirisa, 2004), já que a taxa de juros domésticos e a expectativa de apreciação da sua moeda atraíam volumosas quantias de capitais de curto prazo para a sua economia (Carvalho; Sicsú, 2004).⁸

Aplicações de prazos mais longos também eram atraídas (como pode ser visto nos gráficos apresentados), já que o país apresentava sinais de estabilidade macroeconômica duradoura associada a uma forte perspectiva de crescimento.

(7) Como resultado disso, e em parte em apoio ao mercado *offshore* de *securities* malaias, desenvolveu-se um ativo mercado *offshore* de ringgit, em especial em Singapura (Tamirisa, 2004).

(8) Se um país tem problemas para financiar os déficits fiscal e do Balanço de Pagamentos, os controles de capitais podem ter o objetivo de reduzir os custos do serviço da dívida doméstica e controlar a taxa de inflação mantendo a taxa de juros doméstica em nível baixo. Para maiores detalhes, veja Johnston e Tamirisa (1998).

Carvalho e Sicsú (2004) apontam as principais medidas adotadas naquele momento:

- Os residentes foram proibidos de vender ativos financeiros para não-residentes com prazo de maturidade inferior a um ano;
- Os bancos comerciais foram proibidos de realizar certas transações financeiras com não-residentes;
- O endividamento bancário no exterior foi limitado;
- Parte das aplicações de bancos estrangeiros em ativos domésticos tornou-se não-remunerada.

Já no final de 1994, os resultados desta política podiam ser observados: reduziu-se o volume de fluxos de capitais de curto prazo e conteve-se a expansão monetária. Enquanto isso, o fluxo de capitais de prazo mais longo não foi afetado. “Os controles, dessa forma, se mostraram efetivos em reduzir o volume, assim como em alterar os prazos de permanência dos capitais. Assim, as pressões sobre o mercado cambial foram dissolvidas” (Carvalho; Sicsú, 2004, p. 20).

Ao mesmo tempo, o governo pôde reduzir as taxas de juros, o que, por si só, além de estimular o investimento produtivo no país, desestimulava a entrada dos fluxos de capitais de curto prazo.

Por outro lado, mesmo com a redução dos fluxos de investimento de portfólio, a Malásia continuou a ser grande receptora de capitais estrangeiros voláteis, ao mesmo tempo em que enfrentava uma “bolha” no mercado de ativos, em particular no mercado imobiliário, envolvendo bancos domésticos e internacionais. Desta forma, conforme apresentada por Athukorala (2001), a crise financeira que a Malásia enfrentou no ano de 1997 não se deve apenas ao “efeito contágio”, uma vez que a Malásia tinha uma vulnerabilidade acumulada que de forma alguma pode ser considerada desprezível, mas sim à própria dinâmica econômica do país e sua inserção na globalização financeira⁹ antes de 1997, conforme apresentado anteriormente.

(9) A globalização financeira refere-se à eliminação das barreiras internas entre os diferentes segmentos dos mercados financeiros, somada à interpenetração dos mercados monetários e financeiros nacionais e sua integração aos mercados globalizados (Chesnais, 1998). Em outras palavras, é o resultado da interação entre dois

Os controles introduzidos após o colapso repentino do mercado financeiro malaio no início de 1994 foram gradualmente retirados no período seguinte à sua implantação e anterior à crise de 1997. O banco central malaio viu o problema como sendo um excesso de liquidez devido à entrada massiva de capitais externos de curto prazo no país, influenciada pela alta taxa de juros na Malásia e pela expectativa de apreciação do ringgit (Epstein; Gabel; Jomo, 2003).

Ilustra esse relaxamento dos controles de capitais, em 1995, a permissão às corporações residentes no país, que possuíam facilidade de crédito, de emitir para o exterior fundos anuais equivalentes a 10 milhões de ringgits com destino ao investimento de portfólio ou outros tipos de capitais. Além disso, no ano seguinte, o controle estatístico de remessa ou recebimento de capitais estrangeiros de não-residentes, que antes era feito para os capitais que excediam 50 mil ringgits, passou a ser feito apenas para capitais acima de 100 mil ringgits (Tamirisa, 2004).

Malásia: resposta à crise

A segunda ocasião em que a Malásia fez uso do controle de capitais ocorreu em meio à crise asiática, durante a qual o país observou grande fuga de capitais e desvalorização da moeda doméstica de aproximadamente 70% frente ao dólar. Embora os fundamentos da economia malaia fossem sólidos naquele momento,¹⁰ sua vulnerabilidade a uma crise cambial era considerável, tal como aponta Athukorala (2001). Tobin (1978) aponta que os controles de capitais podem ser justificados por problemas de assimetria de informações macroeconômicas e financeiras, que podem, neste caso, ser ilustrados por

processos: em âmbito doméstico, da progressiva liberalização financeira; em âmbito internacional, da crescente mobilidade dos capitais (Carneiro, 1999).

(10) A economia malaia apresentava, então, dados relativamente seguros. O seu PIB cresceu, em 1996, 8,6%, em 1997, cresceu 7,5%. Sua inflação nesse período era inferior a 3%, o desemprego também. Era reconhecido que o aumento da renda era dividido de forma equilibrada entre os diversos grupos sociais e étnicos. Havia investimentos elevados em educação. Somente uma variável não era positivamente avaliada pelos mercados financeiros e o FMI: a relação dívida/PIB – era um pouco menor que 60% (Carvalho; Sicsú, 2004).

diferentes padrões contábeis e de auditorias financeiras em relação aos padrões norte-americano e europeu.

No segundo semestre de 1997, a Malásia assiste a uma fuga de capitais em cifras suficientemente altas para reduzir significativamente as reservas internacionais do Banco Negara (o banco central malaio). No início daquele ano, as reservas malaias somavam mais de 27 bilhões de dólares; no início de 1998, somavam menos que 21 bilhões (Carvalho; Sicsú, 2004). No final de agosto de 1998, em comparação com o cenário anterior à crise asiática, a moeda nacional estava depreciada em relação ao dólar em cerca de 65% e o mercado de ações caiu a 75% do nível anterior (Tamirisa, 2004).

Em agosto de 1997, as autoridades malaias tentaram romper a ligação entre as taxas de juros do mercado doméstico e do *offshore* de sua moeda. Foram impostos limites às transações não comerciais com não-residentes, mas houve pouco sucesso. A pressão por aumentos na taxa de juros doméstica continuou a crescer, mesmo com sua elevação no mercado doméstico.¹¹

O governo malaio, entretanto, não queria aumentar a pressão recessiva sobre a economia.¹² Devido a uma típica crise de contágio, que começou no mercado de câmbio, desenvolveu-se uma crise financeira até afetar a economia como um todo. Por causa disso, o país reagiu com um “pacote” de controles em setembro de 1998 (Bastos; Biancarelli; Deos, 2004), em especial sobre a saída dos capitais de curto prazo, buscando reduzir a pressão sobre a desvalorização da moeda doméstica.¹³

O ringgit possuía um mercado *offshore* bastante forte, especialmente em Singapura. “Portanto, bancos no estrangeiro recebiam a moeda malaia (inclusive na forma de depósitos) e podiam convertê-la em moeda estrangeira, ou seja, o

(11) Tamirisa (2004) aponta que a taxa de juros doméstica era aproximadamente 20 pontos percentuais superior à taxa do mercado *offshore*.

(12) Nesadurai (1998) destaca que o governo malaio adotou políticas para manter, o máximo possível, as políticas e arranjos econômicos nacionais profundamente ligados com a sociedade e organismos locais, em contraste com os demais países da região que adotaram os programas do FMI, tais como a Coreia do Sul, a Tailândia e a Indonésia.

(13) Os investimentos diretos estrangeiros e as transações comerciais internacionais não foram atingidos por este movimento.

mercado *offshore* podia se transformar numa porta para a fuga de capitais [grifo nosso] e, então, era um mercado que, em algum grau, podia ter influência sobre a taxa ringgit-dólar. Sendo assim, o controle sobre o movimento de saída de capitais na Malásia ocorreu também sobre o movimento de ringgit através das fronteiras malaias” (Carvalho; Sicsú, 2004, p. 20).

A política adotada visava, assim, desmontar o mercado *offshore* da moeda doméstica, reduzir a especulação contra a mesma, impedir a fuga de capitais e modificar o perfil das aplicações de não-residentes na Malásia, sem recorrer “a elevações da taxa de juros que estrangulassem a economia malaia, a exemplo do que ocorreu com os países asiáticos que seguiram as políticas propostas pelo FMI” (Carvalho; Sicsú, 2004, p. 21).¹⁴

Para desmontar o mercado *offshore* de ringgit, e, simultaneamente, reduzir sua oferta para aqueles que especulavam contra seu valor em dólar, adotaram-se as seguintes medidas¹⁵:

- Repatriação obrigatória de todos os recursos legalmente mantidos em ringgit fora do país por parte de residentes – os bancos malaio foram proibidos de transacionar com ringgit no exterior (antes, existiam limites para essas transações);

- Imposição de limites sobre o carregamento de recursos em ringgit por parte de viajantes residentes ou não-residentes (antes, não existiam limites);

- Os bancos malaio estabelecidos no país ou no exterior foram proibidos de realizar certas transações financeiras específicas que possibilitavam a fuga de capitais em moeda doméstica (o que antes havia eram limites para essas transações);

- Residentes foram proibidos de conceder e de obter crédito em ringgit de não-residentes (antes, existiam limites para essas operações);

(14) Bastos; Biancarelli e Deos (2004) apontam que as medidas, que tinham o objetivo de reduzir os juros e manter o câmbio fixo, fugindo do ajuste ortodoxo tradicional preconizado pelo Fundo Monetário Internacional, foram muito mal recebidas pelas agências de *rating*, bancos e demais agentes do mercado, bem como pelo FMI. Previa-se, inclusive, a exclusão definitiva da Malásia dos destinos possíveis dos fluxos de capital.

(15) As principais fontes de informação sobre as medidas adotadas pelo governo malaio indicadas nesta seção são Carvalho e Sicsú (2004) e Tamirisa (2004).

- Todas as transações comerciais com o exterior foram obrigadas a se realizarem em moeda estrangeira;
- Medidas legais foram reativadas com o objetivo de proibir que ações de empresas malaias fossem negociadas em Singapura (tais negociações ocorriam em ringgit).

Para o segundo objetivo da política adotada (reduzir a fuga de capitais), tomaram-se as seguintes medidas:

- A conversão, por não-residentes, de moeda doméstica depositada em bancos malaios no exterior em moeda estrangeira necessitaria, a partir de então, de aprovação governamental, exceto se tal operação fosse para comprar ativos malaios (anteriormente, não existia qualquer restrição dessa natureza);
- Os não-residentes ficaram impedidos de repatriar recursos obtidos com a venda de ativos financeiros da Malásia por doze meses, a contar da data da transação de venda (anteriormente, não existia qualquer restrição dessa natureza);
- Necessidade de aprovação prévia para realização de investimentos no exterior além de certos limites por parte de residentes, independentemente da forma da transação (antes tal medida era aplicada somente a empresas residentes endividadas internamente);
- A quantidade de remessa de recursos em dólares ao exterior por parte de residentes foi limitada de acordo com a quantidade de recursos trazidos para a Malásia por não-residentes (antes, era necessária a aprovação de operações de exportação de moeda estrangeira, mas não havia qualquer limite).

Por fim, buscando reduzir as fugas de capitais de curto-prazo (investimentos de portfólio) e estimular uma mudança no perfil das aplicações de não-residentes na Malásia, as seguintes medidas foram adotadas, no início de 1999 (Epstein; Grabel; Jomo, 2003):

- Para investimentos feitos antes de 15 de fevereiro daquele ano (1999): estabelecimento de alíquotas regressivas de imposto (relativas ao tempo de permanência) sobre a saída de capitais de não-residentes oriundos da venda de investimentos financeiros (ações, títulos públicos e outros papéis) – 30% se o

principal fosse repatriado menos que sete meses depois da data de entrada; 20% se o principal fosse repatriado entre sete e nove meses; 10% para a saída de capitais que permaneceram nove a doze meses; e ausência de alíquota para a saída de recursos de duração superior a doze meses (não havia imposto sobre a remessa de lucros, juros, dividendos e aluguéis);

- Para investimentos feitos depois de 15 de fevereiro: estabelecimento de alíquotas regressivas de imposto (relativas ao tempo de permanência) sobre a saída de capitais de não-residentes oriundos dos ganhos de venda de investimentos financeiros (ações, títulos públicos e outros papéis)¹⁶; nenhuma taxa era cobrada sobre a saída de recursos na forma de remessas de juros, dividendos e aluguéis; as alíquotas cobradas eram de 30% sobre os ganhos de capital obtidos em menos que doze meses e 10% sobre os ganhos obtidos após doze meses.

Além de buscarem reduzir a fuga de capitais do país, essas medidas também desestimularam a entrada de investimentos de portfólio na Malásia, dadas as taxações citadas acima.¹⁷

Os resultados dos mecanismos de controle implantados

Os resultados dos controles foram extremamente positivos. O mercado *offshore* de ringgit foi eliminado. Os controles foram efetivos, isto é, não houve fugas significativas por canais legais ou ilegais. Não surgiu, de forma significativa, qualquer mercado paralelo de dólares. Não houve sub-contratação das exportações, nem sobre-contratação das importações (é o que mostra um relatório do Banco Morgan Stanley citado no estudo de Aryioishi et al, 2000, p. 99) O mercado legal futuro de dólares se manteve. Assim, o fluxo de saída de capitais iniciado no segundo semestre de 1997 foi contido. A pressão especulativa foi dissolvida e o câmbio se manteve fixo. Emergiram, então, as

(16) Os investimentos feitos antes de 15 de fevereiro eram tributados sobre o principal; aqueles feitos depois eram tributados sobre a variação do capital (Carvalho; Sicsú, 2004).

(17) Embora as taxações ocorressem apenas na saída, elas se colocavam como um fator inibidor à entrada de capitais voláteis que se dirigiam em especial para a Bolsa de Valores de Kuala Lumpur (Carvalho; Sicsú, 2004).

condições favoráveis para que fossem mantidas as políticas monetária e fiscal expansionistas (Carvalho; Sicsú, 2004).

Apesar da eficácia dos controles e da manutenção das políticas expansionistas, o PIB malaio contraiu-se em 6,7% em 1998. Contudo, a recuperação foi rápida e as reservas no início de 1999 já alcançavam um patamar superior a 29 bilhões de dólares – essa rápida recuperação das reservas também pode ser explicada pela queda das importações, devido à queda da demanda no ano de 1998 e ao retorno da confiança do investidor estrangeiro na estabilidade da moeda malaia, esvaziando planos especulativos. O sucesso das medidas de controles na Malásia pode ser atribuído em grande parte, segundo Carvalho & Sicsú (2004):

- À abrangência dos instrumentos de controles, os quais evitaram truques legais ou ilegais que poderiam burlar as regras estabelecidas – não existiam exceções às regras; quando elas existem, os capitais podem tomar a forma das exceções e fugir;

- Ao esforço do Banco Negara em ampliar a transparência e o entendimento das medidas adotadas para reduzir as resistências.

A reação externa, contudo, não foi favorável às medidas. As agências de avaliação de risco (Moody's, Thompson Watch e Fitch) reduziram o *rating* de crédito soberano da Malásia, justificando que as medidas de controles representavam uma ameaça às transações comerciais com o exterior e aos investimentos diretos estrangeiros – que eram as mais importantes variáveis que explicavam o rápido desenvolvimento econômico do país.¹⁸ A Malásia foi retirada do índice do Morgan Stanley de investimentos em mercados emergentes que orienta os administradores dos grandes fundos internacionais, com o anúncio de que a retirada tinha sido para sempre e que a inclusão da Malásia no índice tinha sido uma aberração.¹⁹ Assim, o custo de captação externa por parte do

(18) Rodrik (1998) realizou uma análise estatística para avaliar a relação entre liberalização da conta de capitais e performance macroeconômica (a amostra utilizada em seu estudo era de quase 100 países desenvolvidos e em desenvolvimento). Sua conclusão é de que não há evidência alguma de que os países sem controles de capitais cresceram mais rapidamente.

(19) Aryioshi et al. (2000). Um ano depois, o Morgan Stanley volta atrás e volta a incluir a Malásia em seus índices (Bastos; Biancarelli; Deos, 2004).

governo, bancos e empresas aumentou. O FMI também encontrou uma fórmula para tentar enfraquecer as medidas.²⁰ O Fundo promoveu uma imediata averiguação local para determinar se as medidas estavam de acordo com o Artigo VIII dos estatutos da Instituição (Carvalho; Sicsú, 2004). Por fim, o FMI considerou que o conjunto de medidas estava em conformidade com o Artigo, mas avaliou que sua implementação deveria, ainda assim, ser mantida sob acompanhamento.

O apoio doméstico às medidas de controles foi rapidamente conquistado. A queda da taxa de juros e a estabilidade cambial foram vistas pelo empresariado malaio como algo extremamente positivo. Sob aquelas condições, os empresários poderiam planejar receitas, custos e compromissos de dívidas futuros.

A comunidade financeira internacional relaxou as suas restrições já em 1999. A Malásia voltou ao índice de referência para investimentos financeiros publicado por bancos e instituições privadas (inclusive do Morgan Stanley). O *spread* de juros cobrados sobre os títulos soberanos caiu de aproximadamente 10% ao ano no final de 1998 para menos que 2% no segundo trimestre de 1999.

Kaplan e Rodrik (2001) constataam que a recuperação da crise de 1997/1998 pela Malásia foi mais rápida e com menos custos quando comparada com a da Tailândia e Coreia, que seguiram os programas de recuperação/empréstimos do FMI.²¹ Os autores compararam a situação desses países um ano depois de terem adotado controles de capitais (no caso da Malásia) ou programas orientados pelo FMI (no caso dos outros dois países): a recuperação malaia foi, de fato, impressionante. A indústria cresceu 8,5%, em 1999, e o PIB cresceu neste ano 5,4%; em 2000, cresceu 7,8%, e em 2001, 7,0%. A inflação que em 1998 foi de 5,3% em 1999 foi de 2,8%, em 2000, de 2,2% e em 2001, de 2,8%. A relação dívida/PIB era a única variável mal avaliada pelo FMI, e a comunidade financeira em 1996 atingiu um patamar próximo a 60%, o

(20) O *World Economic Outlook* do FMI (1998, p. 4) afirma: “A introdução de controles de capital e de câmbio pela Malásia em setembro pode vir a ser um importante empecilho não apenas para a recuperação e potencialmente para o seu desenvolvimento no futuro, mas também para outros mercados emergentes que sofreram pela elevação do medo dos investidores em relação a medidas do mesmo tipo em outros lugares”.

(21) Para uma descrição das políticas implementadas pelos países do sudeste asiático submetidos aos programas do FMI, ver Goldstein (1998). Stiglitz (2002) faz uma análise crítica dessas políticas, destacando o seu caráter perverso (Prates, 2002).

qual se manteve em trajetória ascendente do período da crise aos dias de hoje, em que está em um patamar superior a 70%.

Por último, cabe ser ressaltado que a Malásia fez exatamente o oposto do que sugere o receituário padrão do FMI para o enfrentamento de crises de fuga de capitais que se transformam em crises cambiais. O FMI propõe a flutuação da taxa de câmbio; a Malásia fixou a taxa de câmbio. O FMI sugere a elevação da taxa de juros; a Malásia a reduziu. O FMI receita a redução dos gastos públicos para estabilizar (isto é, reduzir) a relação dívida pública/PIB; a Malásia aumentou os gastos públicos e impôs uma trajetória ascendente para esta relação.²²

Mas tudo isto somente foi possível porque a Malásia neutralizou, através da adoção de controles, os possíveis impactos que a plena mobilidade de capitais poderia ter causado na sua economia. Sem a adoção de controles de capitais, a estratégia malaia expansionista de enfrentamento da crise não teria sido possível. Na ausência de controles, somente restaria a opção de adoção da estratégia recessiva do FMI.

É importante ser mencionado que se o mercado financeiro ameaçar um novo ataque contra o ringgit, poderá ser punido novamente com a perda de liquidez das suas aplicações; por isso, será certamente mais cauteloso neste país. Portanto, os controles adotados no passado ainda são hoje um valioso ativo nas mãos da Malásia, mesmo tendo sido progressivamente relaxados bem antes dos 12 meses inicialmente previstos (Bastos; Biancarelli; Deos, 2004). O lastro desse ativo, além da experiência bem-sucedida de 1998/1999, é o Artigo VI dos estatutos de fundação do FMI, que legitima a adoção de controles de capitais.

Conclusão

Após a introdução dos controles de capitais, “a recuperação malaia foi tão ou mais rápida que a dos vizinhos que optaram pelo ‘bom comportamento’ institucional e pelo ajuste macroeconômico recessivo” (Bastos, Biancarelli & Deos, 2004), tais como a Coreia do Sul, a Tailândia e a Indonésia (Nesadurai, 1998). Os fluxos de entrada de capitais aos poucos se normalizaram, ao contrário

(22) A partir da segunda metade de junho de 1998, a austeridade foi substituída por políticas fiscal e monetária expansionistas (Nesadurai, 1998).

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 (Bastos, Biancarelli & Deos, 2004).

Epstein, Grabel & Jomo (2003) defendem que se os controles de capitais implantados em 1994 não tivessem sido retirados logo, seria praticamente certo que a magnitude dos fluxos de capitais de meados de 1997 teria ocorrido em menor proporção e a crise do leste asiático teria atingido a Malásia de forma muito menos catastrófica. A despeito da retórica antiglobalização do primeiro ministro malaio Datuk Mahathir Mohamed,²³ a oportunidade de reverter a integração financeira só foi aproveitada depois de sua crise ter provocado danos significativos ao povo malaio (segundo esta mesma retórica).

A lição do caso malaio é que a reversão da integração financeira não precisa esperar sua crise anunciada, devendo preveni-la antes que seja tarde; uma vez que a crise tenha ocorrido, porém, é importante que a introdução de controle de capitais seja rápida, abrangente e profunda (Bastos; Biancarelli; Deos, 2004, grifo nosso).

A crise asiática (e também a mexicana) trouxe uma verdadeira “reação teórica” no âmbito do pensamento convencional sobre crises financeiras nos países emergentes (Prates, 2002). A partir daí, a ortodoxia passou a reconhecer a importância de elementos até então enfatizados somente pela heterodoxia como

(23) O primeiro ministro malaio, Datuk Seri Dr Mahathir Mohamed, justificou a ruptura com a ortodoxia do FMI, em setembro de 1998, com retórica nacionalista, fortemente 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 Bastos; Biancarelli; Deos, 2004).

condicionantes destas crises. Na segunda metade dos anos 1990, diversos modelos analíticos incorporaram em seu bojo vários fatores externos aos países, que caracterizaram a dinâmica do sistema financeiro mundial nesse período; entre os quais, podemos citar: as práticas (inclusive auto-realizáveis) de ataques especulativos por parte de investidores não-residentes; a enorme volatilidade dos fluxos de capitais, aparentemente desvinculada dos fundamentos macroeconômicos, bem como o “comportamento de manada” dos investidores; a tendência de redução dos prazos dos investimentos não produtivos; e o efeito-contágio, potencializado pelo avanço da liberalização financeira, integração dos mercados e velocidade dos veículos de telecomunicações.

Bibliografia

ARIYOSHI, Akira; HABERMEIER, Karl; LAURENS, Bernard; OTKER-ROBE, Inci; CANALES-KRILJENKO, Jorge Ivan; KIRILENKO, Andrei. Capital controls: country experiences with their use and liberalization. *IMF Occasional Paper*, n. 190, 2000.

ATHUKORALA, Prema-chandra. *Crisis ad recovery in Malaysia: the role of capital controls*. MPG Books Ltd., 2001.

BAKKER, Age P. F. *The liberalization of capital movements in Europe*. Kluwer Academic Publisher, 1996.

BASTOS, P. P. Z.; BIANCARELLI, A. M.; DEOS, S. S. Controle de capitais: um bem necessário? *Economia Política Internacional: Análise Estratégica*, Campinas, Unicamp. Instituto de Economia, abr. 2004.

CARNEIRO, Ricardo de M. Globalização financeira e inserção periférica. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 13, p. 58-92, 1999.

CARVALHO, F. J.; SICSÚ, J. *Teorias e experiências de controles do fluxo de capitais: focando o caso da Malásia*. Rio de Janeiro: UFRJ, maio 2004.

CARVALHO, Fernando José de. *Controles de capitais: uma agenda de pesquisa*. Rio de Janeiro: UFRJ, 2004. (Texto para Discussão, 001; Série Seminários de Pesquisa).

CHESNAIS, François (coord.). *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.

EPSTEIN, G.; GRABEL, I.; JOMO, K. S. *Capital management techniques in developing countries: an assessment of experiences from 1990's and lessons for the future*. 2003.

GOLDSTEIN, Morris. *The Asian financial crisis: causes, cures and systemic implications*. Washington D.C: Institute for International Economics, 1998.

INTERNATIONAL MONETARY FOUNDATION. *World Economic Outlook*. 1998. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo1098/pdf/1098ch1.pdf>>.

JOHNSTON, R. B.; TAMIRISA, N. T. *Why do countries use capital controls?* Washington, DC: IMF, Dec. 1998. (Working Paper).

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

KEYNES, John Maynard. *A treatise on probability*. London, 1921.

_____. *The general theory of employment, interest and money*. London, 1936.

NELLY, Christopher J. An introduction to capital controls. *St. Louis Federal Reserve Bank Review*, Nov./Dec. 1999.

NESADURAI, Helen E. S. *Accommodating global markets: Malasia's response to economic crisis*. Sept. 1998. (CSGR Discussion Papers).

PRATES, Daniela Magalhães. *Crises financeiras dos países "emergentes": uma interpretação heterodoxa*. Tese (Doutoramento)–Instituto de Economia da Unicamp, Campinas, 2002.

RAJARAMAN, Indira. *Management of the capital account: a study of India and Malaysia*. UNCTAD, Apr. 2003.

RODRIK, D. *Who need capital account convertibility?* Princeton Essays in International Finance, International Finance Section, Princeton University, n. 207, 1998.

STIGLITZ, Joseph E. *What have we learned from the recent crises: implications for banking regulation*, remarks at the conference Global Financial Crises: implications for banking regulation. Federal Reserve Bank of Chicago, The World Bank Group, May 1999.

TAMIRISA, Natalia T. *Do macroeconomic effects of capital controls vary by their type? Evidence from Malaysia*. Washington, DC: IMF, Jan. 2004. (Working Paper).

TOBIN, J. A proposal for international monetary reform. *Eastern Economic Journal*, n. 4, 1978.