

# RESTRINGINDO OS FLUXOS DE CAPITAIS ESPECULATIVOS PARA PROTEGER A ECONOMIA REAL \*

Stephany Griffith-Jones\*\*  
Kevin P. Gallagher\*\*\*

## 1 INTRODUÇÃO

Enquanto as nações da Ásia e da América Latina ainda tiverem um longo caminho a percorrer em termos de crescimento econômico, o investimento estrangeiro será muito bem-vindo. O problema é que devido ao enorme volume e à composição desses fluxos uma grande parte não é direcionada para o investimento produtivo. Entradas em massa de capitais de curto prazo provocam bolhas de ativos e valorização das moedas dos países em desenvolvimento, o que torna difícil a política macroeconômica e eleva o risco de crises futuras. A migração dos fluxos de curto prazo para o mundo em desenvolvimento ocorre, em grande parte, por meio do mecanismo de *carry trade*.

## 2 OUTRA CRISE EM FORMAÇÃO?

Desde que a crise financeira mundial começou, as taxas de juros têm sido muito baixas nos Estados Unidos e em outras nações industrializadas. O aumento de liquidez neste país estimula os investidores, ávidos por retornos rápidos, a retirarem os dólares do país e investirem em nações com taxas de juros mais elevadas, frequentemente utilizando instrumentos derivativos. Conhecido como *carry trade*, tais fluxos especulativos de curto prazo elevam o valor das moedas dos mercados emergentes e criam bolhas de ativos. É por esta razão que os Estados Unidos, em 2010, foram alvos de críticas na cúpula do G-20 em Seul. O Brasil, por exemplo, com taxas de juros superiores a 10%, assistiu a uma valorização de mais de 30% em sua moeda, devido em parte ao *carry trade*, e foi a voz mais crítica em Seul. O mesmo problema atinge muitos países emergentes e até mesmo países pobres em desenvolvimento, como Uganda, que enfrenta entradas excessivas de fluxos de curto prazo.

---

\* Versões reduzidas do presente artigo foram publicadas no *The Guardian*, em 18 de novembro de 2010 e no *Financial Times*, de 17 de dezembro de 2010. Mais recentemente, também na revista *Economic & Political Weekly* (v. 46, n. 3, 15-21 jan. 2011). Este artigo foi traduzido do inglês por Keiti R. Gomes.

\*\* Diretora da Initiative Policy Dialogue da Universidade de Columbia.

\*\*\* Professor de Relações Internacionais na Universidade de Boston.

Os gráficos 1 e 2 exibem os fluxos de capitais para os países emergentes da Ásia e da América Latina desde a crise financeira. Imediatamente após o auge da crise em 2008, houve uma retração maciça e desestabilizadora do ingresso de capitais nos países em desenvolvimento, estes direcionados para a “segurança” do mundo industrializado. No entanto, como os gráficos mostram, os mercados emergentes voltaram a ser novamente um destino promissor para o capital especulativo.

No gráfico 1, os ingressos de capital – exceto investimento estrangeiro direto (IED) ou não IED – em países emergentes da Ásia são justapostos com a valorização do *won* sul-coreano. No gráfico 2, os fluxos de capitais para a América Latina são acompanhados pela valorização do real brasileiro. Estas duas moedas tiveram uma apreciação superior a 30% desde o início da crise.

### 3 REAGINDO AOS INGRESSOS EXCESSIVOS

As economias emergentes e em desenvolvimento estão adotando um conjunto de alternativas para conter a enxurrada de recursos, entre elas, empreender uma gestão prudencial das contas de capitais por meio da tributação ou da imposição de reservas mínimas não remuneradas sobre os fluxos financeiros. Não obstante isso não ser uma panaceia, essas medidas ajudam a oferecer maior autonomia de política monetária para esses países. Tal autonomia é essencial diante das elevadas taxas de crescimento dessas economias hoje, sendo fundamental não somente para evitar a inflação de bens e serviços como também as bolhas de preços de ativos e a sobrevalorização das taxas de câmbio.

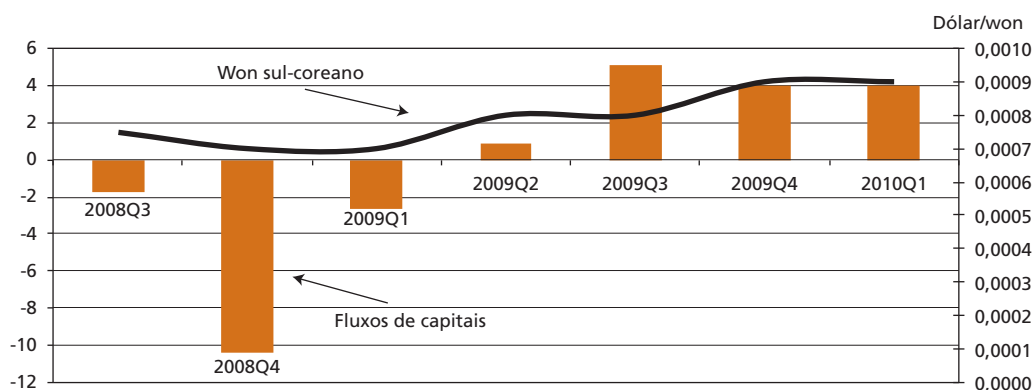
Muitos países como Brasil, China, Argentina, Taiwan, Tailândia, Coreia do Sul, Peru e Indonésia têm colocado em prática várias formas de regulamentação das contas de capital para limitar a entrada dos fluxos excessivos. Tais controles foram recentemente sancionados pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) – algo que representa uma mudança histórica.

Essas medidas seguem uma montanha de evidências econômicas procedentes da academia e das instituições financeiras internacionais, mais notadamente o Departamento Nacional de Pesquisas Econômicas (NBER – National Bureau of Economic Research) nos Estados Unidos, o FMI, a Organização das Nações Unidas (ONU) e o Banco Asiático de Desenvolvimento. Em fevereiro de 2010, economistas do FMI publicaram uma nota mostrando empiricamente que os controles de capitais não só funcionam como também “estiveram associados com a prevenção de alguns dos piores resultados de crescimento” no contexto da última crise econômica. O documento concluiu que o “(...) uso de controles de capitais – somados às políticas macroeconômica e prudencial – justifica-se como parte dos instrumentos de política para controlar os fluxos de ingresso.” (OSTRY *et al.*, 2010, p. 5).

A referida nota do FMI também aponta medidas nessa direção, como impostos sobre a dívida de curto prazo (análogos àqueles colocados em prática pelo Brasil) ou exigências

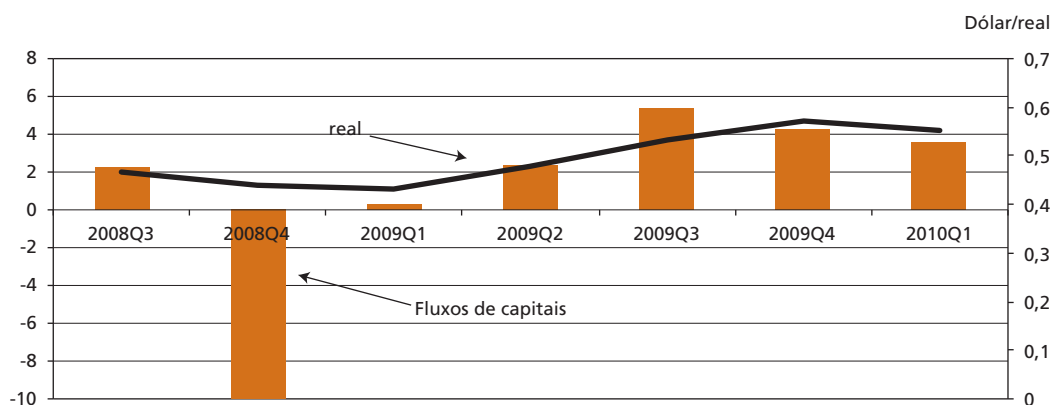
por meio das quais os fluxos de dívida de curto prazo precisam ser acompanhados por um depósito no banco central com período de tempo determinado – algo adotado por nações como Chile, Colômbia e Tailândia. O objetivo destas medidas – que frequentemente são deflagradas nos momentos nos quais os fluxos de capitais tornam-se excessivos e desativadas quando a situação está normalizada – é evitar a entrada massiva de capitais especulativos que possam valorizar a taxa de câmbio e ameaçar a estabilidade macroeconômica de uma nação.

GRÁFICO 1  
Fluxos de capitais e moedas na Ásia  
(Em % PIB)



Fonte: FMI (2010).  
Obs.: Ásia inclui Coreia do Sul, Malásia, Filipinas, Cingapura, Taiwan e Tailândia. Produto Interno Bruto (PIB).

GRÁFICO 2  
Fluxos de capitais e moedas na América Latina  
(Em % PIB)



Fonte: FMI (2010).

Tais conclusões do FMI não poderiam ter vindo em melhor momento. Após a última rodada de flexibilização monetária quantitativa (QE2 – *Quantitative Easing*), promovida pelo Banco Central dos Estados Unidos (Fed – Federal Reserve), o *carry trade* tem novamente direcionado o capital especulativo para os países em desenvolvimento, o que pode interromper a recuperações pós-crise destas economias. Conforme observado por Ocampo (2010) “(...) a expansão monetária pode ser inofensiva no país que a realizou, porém pode gerar grandes externalidades negativas sobre os outros países.”

#### 4 BARREIRAS PARA OS CONTROLES EFICAZES

A implantação adequada de controles eficientes de capitais requer que pelo menos três obstáculos sejam superados. Primeiro, os investidores frequentemente, depois de um tempo, costumam evadir as regras de gestão prudente de capital por meio de operações de derivativos e outros instrumentos. Segundo, os acordos comerciais e de investimentos realizados pelos Estados Unidos dificultam a implementação de controles de capital. Terceiro, mesmo com tais barreiras, o capital especulativo pode ainda causar estragos porque o dinheiro passa por países que têm êxito em introduzir controles e flui para as nações que não os fazem.

O Brasil começou a impor um imposto sobre as entradas de capital especulativo em outubro de 2009 e, desde então, vem adaptando a regra, em parte, devido ao volume dos fluxos, mas também em razão das tentativas de burlar a regulamentação. Alguns investidores têm evitado os controles camuflando o capital de curto prazo como IED, e fazem isso por meio de *swaps* cambiais e outros derivativos ou pela compra de *American Depositary Receipts* (ADR).

Os ADR são emitidos por bancos dos Estados Unidos e permitem aos investidores adquirirem ações de empresas fora do país – possibilitam aos investidores comprar ações brasileiras em Nova Iorque e, dessa forma, driblar os controles internos do Brasil. Sabendo disso, o país deu um passo na direção correta ao optar pela cobrança de uma taxa de 1,5% sobre esses ADR com o objetivo conter a especulação em torno dos controles impostos. Agora, quando um banco brasileiro ou um investidor depositar ações em bancos estrangeiros, será cobrada a referida taxa.

Desde 2003, os tratados comerciais e de investimento realizados pelos Estados Unidos tornaram difícil, senão impossível, a gestão prudencial das contas de capital por parte dos países em desenvolvimento que estão na posição de parceiros comerciais. Tais tratados tornaram obrigatório o livre fluxo de capitais, *de e para* os países – por exemplo, os acordos comerciais com Chile, Peru e Cingapura. No caso de Cingapura e Chile, os países resistiram a estas medidas, mas em última instância terminaram por aderir ao acordo. Os acordos ainda pendentes com a Colômbia e a Coreia do Sul também proíbem os controles prudenciais de capital. Outros países e parceiros comerciais de maior renda (como o Canadá e o Japão) concedem aos países o direito de usar ferramentas macroeconômicas ou pelo menos exceções para prevenir ou atenuar as crises.

A terceira barreira citada, que pode ser a mais difícil, é que o capital simplesmente irá fugir daquelas nações que tiveram êxito em implantar controles para as nações que não os têm. Alguns economistas, como o ex-economista do FMI Arvind Subramanian, propõem controles de capitais plenamente coordenados entre todas as economias dos mercados emergentes para contornar esse problema. Esta seria uma solução justificável para a questão da coordenação, mas, certamente, nem todos os mercados emergentes concordariam com a coordenação conjunta. Nossa proposta neste trabalho é atacar o problema na sua origem.

## 5 REGULAÇÃO DO *CARRY TRADE*

As ações praticadas pelos países em desenvolvimento em relação às suas contas de capital podem não ser suficientes uma vez que a onda de dinheiro que atualmente caminha na direção deles é muito grande e potencialmente volátil. Por essa razão, torna-se desejável complementar tais medidas com ações por parte dos países de onde o capital provém, neste caso, principalmente, os Estados Unidos – devido ao QE2 e a facilidade geral da política monetária deste país. Dado que, em um futuro próximo, a maioria das operações de *carry trade* virá dos Estados Unidos, o país poderia começar a regular a saída de capitais que ocorre via este mecanismo.

Em outras palavras, os Estados Unidos poderiam introduzir medidas para desencorajar os fluxos de *carry trade* para o resto do mundo e, especialmente, para os países em desenvolvimento. Isto poderia ser feito por meio da tributação desses recursos. Além disso, os derivativos de divisas estrangeiras que imitam tais operações poderiam ter requisitos de margens elevadas, de forma a desencorajar a sua realização.

Essas medidas, por um lado, iriam beneficiar a economia dos Estados Unidos, uma vez que a finalidade do QE2 é incentivar o aumento dos empréstimos bancários e a redução das taxas de juros internamente no país, e não canalizar recursos, por meio dos fundos, para o exterior. Por outro, beneficiaria também os países emergentes cujas economias estão sendo prejudicadas pelas excessivas entradas de curto prazo que podem desencadear crises futuras. Isto seria um enorme ganho recíproco para a economia mundial.

Os resultados das recentes eleições nos Estados Unidos tornaram muito difícil para o país perseguir prioritariamente a melhor política para manter a recuperação da economia – maior expansão fiscal. Como mostrou Keynes, e temos presenciado em diversas crises, o investimento privado e o consumo não vão se recuperar por conta própria – devido ao sobre-endividamento e à falta de confiança –, sem o estímulo da demanda agregada, o que somente os governos podem oferecer nestas circunstâncias. Uma vez que a recuperação estiver a caminho, a política fiscal poderá se contrair para evitar tanto o superaquecimento como a dívida pública excessiva.

Nessa linha, o Fed já reduziu a taxa de juros de curto prazo a zero, o que, portanto, dá a Ben Bernanke o mérito de aventurar-se na utilização desses instrumentos de emergência. O presidente do Fed deve ser aplaudido pela sua disposição em repensar as convenções do passado. Atualmente, como um dos últimos responsáveis políticos de países desenvolvidos com significativo poder econômico, ele é quase a única voz em prol de uma política econômica expansionista.

No entanto, o QE2, por si só, pode não ser suficiente para redirecionar a economia dos Estados Unidos para o crescimento. Essa política irá contribuir para o maior aquecimento dos preços dos ativos nas economias emergentes, o que pode complicar a gestão macroeconômica nesses países e aumentar o risco de futuras crises.

Para garantir que o QE2 contribua para o crescimento da economia americana, mecanismos precisam ser encontrados para canalizar a liquidez adicional criada pelo Fed na forma de crédito à *economia real*. A chave é expandir o crédito às pequenas e médias empresas carentes de recursos no momento, e financiar grandes investimentos em infraestrutura, incluindo os necessários para gerar energia limpa. Inovações institucionais podem ser necessárias para alcançar este objetivo, tais como a criação de um fundo de infraestrutura.

Internacionalmente, se os Estados Unidos vasculhassem novamente nos instrumentos de emergência, poderiam introduzir regulamentações prudenciais de capital sobre a saída de capitais especulativos que ocorrem via *carry trade*. Isso ajudaria a evitar futuras crises nos países de destino desses capitais, que prejudicam não somente essas economias, mas também o próprio país e a economia mundial.

Os controles sobre a saída dos fluxos de curto prazo iriam facilitar a permanência da liquidez criada pelo Fed nos Estados Unidos e elevariam a chance desta ser direcionada para o investimento produtivo. Tais investimentos poderiam beneficiar os países em desenvolvimento por meio do comércio, em vez de gerar fluxos de capitais especulativos para os mercados emergentes e estragos em seus sistemas financeiros e em suas economias.

## 6 CAMINHO PARA O G-20

A reorientação dos fluxos de capitais para o desenvolvimento produtivo deve ser uma prioridade para os líderes mundiais que se preparam para a próxima reunião do G-20, em Paris. As regulamentações prudenciais sobre as contas de capital, implementadas tanto nos países industrializados como nos países em desenvolvimento, devem ser analisadas como um remédio parcial para o problema. É promissor o que a ministra das Finanças da França, Christine Lagarde, afirmou no início de dezembro: “os controles de capital somente devem ser feitos (...) nos casos de um surto de fluxos de capitais e de forma coordenada. É preciso um árbitro” (GRIFFITH-JONES; GALLAGHER, 2011). Sua ênfase em controles de capitais coordenados é algo significativo, uma vez que a França lidera o G-20 em 2011.

Para corrigir alguns dos problemas relacionados com os fluxos de capitais, as nações industrializadas – especialmente os Estados Unidos – deveriam considerar a regulamentação do *carry trade* e fornecer garantias em seus tratados comerciais de modo a permitir que nações em desenvolvimento implementem a regulamentação prudencial. Por outro lado, os mesmos países em desenvolvimento também devem por em prática essa regulamentação. O *Financial Stability Board* (FSB), bem como as autoridades reguladoras nacionais, devem supervisioná-los e tomar medidas para limitar a evasão fiscal.

### REFERÊNCIAS

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). World Economic Outlook: recovery, risk and rebalancing. FMI. Washington, DC: Oct. 2010.

GRIFFITH-JONES, S.; GALLAGHER, K. P. Curbing Hot Capital Flows to Protect the Real Economy. **Economic & Political Weekly (EPW)**, v. XLVI, n. 3, 15 jan. 2011.

OCAMPO, A. The Case for Taxing Forex Transactions. **Shanghai Daily**, 20 Nov. 2010. Disponível em: <[http://www.shanghaidaily.com/sp/article2010/201011/20101120/article\\_455082.htm](http://www.shanghaidaily.com/sp/article2010/201011/20101120/article_455082.htm)>.

OSTRY, J. D. *et al.* Capital Inflows: The Role of Controls. IMF Staff Position Note - SPN 10/04. **FMI**. Washington, DC, 19 fev. 2010.

**Ipea – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**

**Editorial**

**Coordenação**

Cláudio Passos de Oliveira

**Njobs Comunicação**

**Supervisão**

Cida Taboza

Fábio Oki

Thayse Lamera

**Revisão**

Ângela de Oliveira

Cristiana de Sousa da Silva

Lizandra Deusdará Felipe

Regina Marta de Aguiar

**Editoração**

Anderson Reis

**Capa**

Fábio Oki

**Livraria**

SBS – Quadra 1 – Bloco J – Ed. BNDES, Térreo

70076-900 – Brasília – DF

Tel.: (61) 3315 5336

Correio eletrônico: [livraria@ipea.gov.br](mailto:livraria@ipea.gov.br)



