

Controle de Capitais: Lições para o Brasil*

Luiz Fernando Rodrigues de Paula**

Moreover, it may well be asked whether we can take it for granted that a return to freedom of exchanges is really a question of time. Even if the reply were in the affirmative, it is safe to assume that after a period of freedom the regime of control will be restored as a result of the next economic crisis.

Paul Einzig, *Exchange Control*, MacMillan and Company, 1934 (in Neely, 1999, p. 13)

1. Introdução

A economia brasileira tem sido marcada no período recente por um movimento de “*stop-and-go*”, ou, alternativamente, por uma tendência à semi-estagnação: a taxa de crescimento do PIB depois de crescer mais de 4,0% em 1994/95, como resultado dos efeitos iniciais de um plano de estabilização baseado numa âncora cambial, tem oscilado de forma significativa, ou seja, 2,6% em 1996, 3,3% em 1997, 0,1% em 1998, 0,8% em 1999, 4,4% em 2000 e 1,5% em 2001¹. De fato, o Brasil tem sofrido o impacto de uma sucessão de crises: crise mexicana em 1995, crise asiática em 1997, crise russa em 1998, a própria crise brasileira ao final de 1998 e início de 1999, e, mais recentemente, a crise argentina desde final de 2001. A percepção de elevada vulnerabilidade externa, devido à necessidade de financiar os altos déficits em conta corrente (4,25% do PIB em 1998, 4,81% em 1999, 4,15% em 2000 e 4,61% em 2001), o estado de semi-estagnação da economia e a adoção pelo banco central de elevadas taxas de juros com vistas às metas de inflação estabelecidas, com o conseqüente aumento na dívida pública, são fatores que têm contribuído para definir um quadro de instabilidade macroeconômica no País.

* Publicado em D. Benecke e R. Nascimento. *Opções de Política Econômica para o Brasil*. Rio de Janeiro: Konrad Adenauer, 2003. O autor agradece os comentários feitos por Fernando Ferrari Filho. Como de praxe, erros remanescentes e opiniões aqui emitidas são de inteira responsabilidade do autor.

** Professor da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (FCE/UERJ) e pesquisador do CNPq. E-mail: lfpaula@alternex.com.br

¹ Os dados desta seção foram obtidos fundamentalmente no site do Banco Central (www.bcb.gov.br).

De fato, os constrangimentos macroeconômicos no Brasil estão relacionados em parte à herança do período de adoção de um regime de câmbio semifixo que resultou numa sobrevalorização cambial, que por sua vez gerou uma elevada fragilidade externa da economia brasileira² – em função das necessidades de financiamento do déficit em conta corrente, que se situou na faixa de US\$ 23 a 25 bilhões em 1999/2001 - e, conseqüentemente, vários desequilíbrios macroeconômicos, como, por exemplo, o rápido crescimento da dívida pública federal, que alcançou mais de 55% do PIB em maio de 2002³. Este crescimento resultou tanto do reconhecimento de “esqueletos fiscais” pelo governo, quanto (e principalmente) do impacto dos juros reais elevados (e em 2002 também da desvalorização da taxa de câmbio) sobre os custos da dívida. A existência de um estoque de dívida pública dessa dimensão, combinada com o perfil desta – caracterizado pela predominância de títulos pós-fixados (à taxa de overnight e ao câmbio) -, dificulta sobremaneira a execução da política econômica, com efeitos sobre a política monetária e cambial⁴.

As mudanças efetuadas na política econômica feita em 1999, com a adoção de um regime de taxas flutuantes de câmbio e de um regime de metas de inflação, não resultaram em melhorias mais significativas nas variáveis macroeconômicas do País. A própria taxa de juros de curto prazo continuou em patamares elevadíssimos, resultado dos problemas macroeconômicos herdados do Plano Real, que gerou a combinação de desequilíbrio interno com externo, em contexto de adoção de um regime de metas de inflação⁵, o que impossibilita a retomada sustentada do crescimento econômico. Em outras palavras, a vulnerabilidade externa, e os constrangimentos macroeconômicos que ela impõe ao

² Nossa avaliação sobre o assunto é feita em Paula e Alves Jr. (2000).

³ Cf dados da Conjuntura Econômica, de julho de 2002.

⁴ Por exemplo, uma elevação das taxas básicas de juros ou a emissão de títulos indexados ao câmbio podem ser eficazes para conter pressões sobre a taxa cambial, mas aumentam a carga de juros do governo ou tornam as suas contas mais vulneráveis a novos surtos de depreciação cambial.

⁵ Como se sabe, a adoção de um regime de metas de inflação significa que a taxa de juros de curto prazo é a variável operacional que deve ser operada para que se possa ajustar a inflação próxima da meta estabelecida previamente. Assim, a taxa de juros deve se elevar sempre que houver o perigo da taxa de inflação ser maior do que a almejada, seguindo a conhecida regra de Taylor. O ponto que queremos chamar a atenção é que dado a herança do Plano Real, qualquer elevação da taxa de juros tem impacto sobre a dívida pública e mesmo sobre a avaliação do risco-país, conforme assinala a hipótese de prêmio de risco endógeno (Cf Bresser Pereira e Nakano, 2002; Toledo, 2002; Oreiro, 2002). De acordo com Toledo (2002, p. 138), “um importante componente do risco-Brasil é simplesmente ignorado (...); a parcela que corresponde aos efeitos da política

exercício da política macroeconômica no País, continua a ser uma das principais restrições ao crescimento econômico do País⁶. Deste modo, qualquer estratégia de longo prazo que busque compatibilizar crescimento com desenvolvimento e igualdade no Brasil, dentro de uma perspectiva de “economia social de mercado” (Benecke, 2002), deve procurar soluções para este problema.

Assim, uma estratégia alternativa para o crescimento sustentado e financeiramente estável para a economia brasileira passa por um esforço sistemático e planejado de diminuição da vulnerabilidade externa e da dependência em relação a capitais estrangeiros. Uma *estratégia de crescimento com estabilidade para a economia brasileira* que vise estabelecer uma alternativa que permita um *crescimento econômico sustentável*, deve procurar compatibilizar equilíbrio interno com equilíbrio externo, de modo a superar o comportamento de “*stop-and-go*” e a tendência à semi-estagnação que tem caracterizado a economia brasileira nos últimos anos. Por *equilíbrio interno*, entende-se a manutenção da inflação sob controle, sem adotar-se políticas de natureza contracionista, e ainda o estabelecimento de condições para um gerenciamento da dívida pública de forma sustentável, entendido como fundamental para desafogar o desequilíbrio fiscal. Por *equilíbrio externo*, entende-se a manutenção de déficits em conta corrente relativamente baixos (algo em torno de 1 a 2% do PIB) e financiados com a predominância de capitais de maturidade mais longa. A redução do déficit em conta corrente requer um superávit significativo na balança comercial, possivelmente na faixa de US\$ 10 a 15 bilhões por ano, o que só é possível instituindo um viés pró-desvalorização na taxa de câmbio, isto é, orientada sempre que possível para o ajustamento da conta corrente e para a diminuição da dependência dos capitais externos (Batista Jr, 2002, p. 179). Por outro lado, é fundamental evitar um afluxo significativo de capitais para o Brasil, em particular de capitais voláteis de curto prazo, que provavelmente irá advir em uma conjuntura de retomada de crescimento econômico. *Daí a importância da adoção de controle de capitais, de natureza preventiva, para atenuar o afluxo de capital e ao mesmo tempo procurando atrair capitais de*

monetária seguida pelo governo. Em parte, os juros não são altos porque o risco-Brasil é alto, mas ao contrário: o risco-Brasil é alto porque os juros são altos – aliás, excessiva e equivocadamente altos”.

⁶ Deve-se notar que a redução recente que se tem verificado no déficit corrente do balanço de pagamentos, deve-se a um contexto de certa forma “atípico”, caracterizado pela combinação de desaceleração econômica

maturidade mais longa. Além disto, pode ser usado como um dos instrumentos que viabilize uma política que procure compatibilizar equilíbrio interno com equilíbrio externo nos termos definido acima⁷. De fato, controles de capitais podem servir para vários propósitos, seja para isolar em algum grau uma dada economia de contágios externos, e permitir a adoção de políticas econômicas mais autônomas, seja para permitir a redução da vulnerabilidade externa, evitando, por exemplo, uma sobrevalorização excessiva da moeda nacional e a predominância de capitais de curto prazo na composição dos capitais externos que entra no país. Controle de capitais, em suas diversas modalidades, deve ser visto como um instrumento para viabilizar políticas, de recuperação de autonomia decisória, e não como um fim em si mesmo.

Dentro deste contexto, este artigo objetiva avaliar a adoção de controle de capitais e suas implicações macroeconômicas enquanto um dos instrumentos que favoreça a implementação de políticas econômicas mais autônomas e ao mesmo tempo ajude a reduzir a vulnerabilidade de país às oscilações no mercado financeiro internacional. Para tanto, o artigo está dividido em cinco seções, além desta introdução: a seção 2 avalia os tipos e objetivos dos controles de capitais, além de procurar extrair algumas lições da experiência internacional recente; a seção 3 analisa os argumentos favoráveis e contras à adoção de controles de capitais; a seção 4 apresenta um esquema analítico macroeconômico com controle de capitais; por fim, a seção 5, a título de conclusão, analisa brevemente a adoção de controle de capitais no contexto de uma nova estratégia de crescimento para o Brasil.

2. Controle de capitais: tipos, objetivos e algumas lições da experiência internacional

Segundo Quirk *et al* (1995), controles de capitais envolvem diretamente o constrangimento de uma ou mais categoria relacionada principalmente a conta de capital do balanço de pagamentos: investimento direto estrangeiro, investimento de portfólio, empréstimo ou tomada de empréstimo por residentes e não-residentes, transações efetivadas através de

com uma desvalorização excessiva na taxa de câmbio. Em contrapartida, observou-se forte pressão inflacionária na segunda metade de 2002.

⁷ De acordo com Johnston e Tamirisa (1998, p. 13-4), “na essência, controles de capitais são usados numa tentativa de reconciliar o uso de taxas de juros e taxas de câmbio para perseguir simultaneamente objetivos, ao menos parcialmente inconsistentes, de equilíbrio interno e externo”. Este ponto é aprofundado na seção 4.

contas de depósito, e outras transações diversas (por exemplo, transferências unilaterais)⁸. Controle de capitais, contudo, não é o mesmo que *controle cambial* (restrição à transação em moedas estrangeiras), pois este último pode ser usado para controlar a conta corrente do balanço de pagamento (p.ex., proibição da importação legal de um bem “luxuoso”) ao invés da conta capital. Controles de capitais são usados para diferentes propósitos, entre os quais destacam-se: (i) manter a estabilidade da taxa de câmbio, reduzindo as pressões sobre esta; (ii) discriminação entre fluxos desejáveis e indesejáveis de capitais; (iii) permitir a implementação de políticas monetárias domésticas autônomas (neste caso, se os controles são efetivos, os fluxos de capitais tornam-se menos sensíveis às taxas de juros, o que permite que as autoridades se voltem para objetivos econômicos domésticos); (iv) preservar a estabilidade monetária e financeira em face de fluxos persistentes de capital (inclusive para deter saídas de capitais em contexto de crise do balanço de pagamentos)⁹.

Controles de capitais podem ser divididos em *controles seletivos*, que cobrem alguma(s) modalidade(s) de operação financeira relacionada a fluxos de capitais externos, e *controles extensivos*, que cobrem todas as operações financeiras¹⁰. E, ainda, entre *controle sobre a entrada* de capitais externos e *controle sobre saída* de capitais: o primeiro é justificado pela função preventiva visando evitar um fluxo excessivo de capitais entrante durante os períodos de boom (e conseqüentemente evitando uma apreciação real excessiva da taxa de câmbio); o segundo, por sua vez, justifica-se como imposição de constrangimentos sobre saída de capitais que permitam quebrar a ligação entre as taxas de juros domésticas e as taxas internacionais, e também como forma de reduzir a velocidade da saída de capitais (ou

⁸ Segundo Neely (1999, p. 23-4), “a sabedoria convencional na economia tem sido que, qualquer seja os problemas relacionados com a desestabilização de fluxos de capitais ou taxas de câmbio fixa, os controles de capitais não são efetivos e impõem custos substanciais sobre as economias que superam qualquer benefício. Esta generalização ignora distinções entre tipos de controle de capitais e variedades no critério de aferição de sucesso”.

⁹ Para uma análise e avaliação dos objetivos da adoção de controle de capitais, ver Cardoso e Goldfajn (1998, Parte I), Ariyoshi *et al* (2000) e Carvalho e Sicsú (2002).

¹⁰ No seu mais alto nível, controle extensivo envolveria a virtual não-conversibilidade da conta de capital, acompanhada por controles sobre capitais, cujos exemplos mais notáveis são China e Índia, embora estes países tenham relativa liberdade para algumas formas de fluxos de capitais, tais como investimento direto estrangeiro. O mais comum, contudo, é um país impor algum tipo de controle de capital para um ou mais item da conta de capital. De acordo com dados da pesquisa feita por Quirk *et al* (1995), de 155 países analisados, em 119 foi constatada a existência de algum tipo de restrição sobre determinadas transações da conta de capital. Evidentemente, esta quantificação deve ser vista com cuidado, devido à existência de diferentes modalidades de controles, além do fato de que a existência de um controle não informa sobre a efetividade de

mesmo evitá-la) quando um país se defronta com a possibilidade de uma retirada repentina e instabilizante de capitais em momentos de maior incerteza¹¹.

Tomando como ponto de partida que os controles sobre os fluxos de capitais tomam a forma sobre as restrições sobre ativos transacionados ou sobre pagamentos relacionados à aquisição de ativos, eles podem ser classificados em *controles diretos ou administrativos sobre capitais*, tais como limites quantitativos (p.ex., estabelecimento de limites ou de autorização especial para novos ou existentes empréstimos tomados a residentes no exterior) ou proibição de certas transações pela imposição de limites mínimos de maturidade, que visam afetar diretamente o volume das transações financeiras entre países; e em *controles indiretos ou baseados em preços*, que são feitos através de impostos sobre os fluxos entre fronteiras, podendo ser diferenciados de modo a desestimular certos tipos de transação ou maturidades, ou requerimentos de reservas não-remuneradas¹² (compulsórios) que tornam as transações financeiras mais custosas de serem efetuadas, podendo limitar a saída de capitais de modo a torná-los mais sensíveis às taxas de juros domésticas.

Por fim, controles de capitais podem ser classificados, ainda, como instrumentos *temporários* ou *permanentes*. No primeiro caso, servem, a princípio, como instrumentos transitórios no contexto de um processo gradual de liberalização financeira, até que as condições ideais para integração financeira de um país com o resto do mundo estejam estabelecidas, ou ainda durante um período de administração de crises de balanço de pagamentos, sendo neste caso usados, até o momento em que as condições no mercado financeiro internacional fiquem mais estáveis, e acompanhados, preferivelmente, por ajustamentos nas políticas macroeconômicas e reformas que se façam necessárias¹³. No segundo caso, são utilizados para dar maior autonomia a políticas econômicas domésticas e

seu uso. Para uma análise sobre as diferentes modalidades de controle de capitais, ver Rajan (1999) e Ariyoshi *et al* (2000).

¹¹ Segundo Neely (1999, p. 26), com base em evidências da literatura, “geralmente, controle sobre entrada de capitais são mais efetivos do que sobre saída de capitais, porque existe menos incentivo para evasão nos controles na entrada”.

¹² Os requerimentos de reserva obrigam as partes estrangeiras que desejam depositar dinheiro em uma conta bancária doméstica (ou outra forma de fluxo) a depositar uma percentagem deste fluxo no banco central por um período mínimo determinado.

¹³ Portanto, para aqueles que defendem a liberalização dos mercados financeiros, os controles de capitais podem ser vistos como um mal necessário apenas enquanto meios mais eficientes ainda não estiverem ao alcance dos *policy-makers*.

ao mesmo tempo proporcionar ao país maior estabilidade financeira e macroeconômica, permitindo, por exemplo, a manutenção de taxas de juros domésticas diferentes daquelas que seriam impostas por força da existência de movimentos de capitais livres.

Controles extensivos para seleção de canais de internação de recursos financeiros – com base em controles baseados no mercado (através de taxação indireta sobre os fluxos de capitais via requerimentos de reserva) - foram usados com relativo sucesso no Chile nos anos 90, que também utilizou concomitantemente controles diretos de capitais (requerimento de tempo mínimo para os fluxos de capitais entrantes) e outras medidas regulatórias (como a obrigatoriedade de um *rating* mínimo para tomada de empréstimos). O objetivo desses controles era desencorajar a entrada de capitais especulativos de curto prazo no País, sem afetar os investimentos estrangeiros de longo prazo, e proporcionar uma maior autonomia na política monetária. Mais especificamente, as autoridades chilenas estabeleceram um período mínimo de um ano de manutenção dos capitais externos entrantes de não-residentes, e, ainda, como medida de controle extensivo, adotou taxas implícitas – sob a forma de um compulsório não-remunerado a ser depositado no banco central por um determinado período (um ano) e a uma dada proporção (30% na maior parte da década de 90) – sobre todos os fluxos de portfólio entrantes¹⁴. Instituíram, ademais, que os títulos emitidos pelas empresas locais nos mercados internacionais deveriam ter uma maturidade mínima média de quatro anos, além da obrigatoriedade de ter uma classificação de risco não menor do que BB. Chile tem sido citado como exemplo de uso efetivo de controle de capitais: ainda que não haja evidências conclusivas de que houve uma redução na magnitude do fluxo de capitais¹⁵, há consenso de que os controles de capitais ajudaram a alongar a maturidade média destes fluxos (Valdés e Soto, 1996), e também permitiram, através dos requerimentos de reserva não-renumerados, fortalecer a autonomia da política

¹⁴ Note-se que tais constrangimentos tinham um caráter contra-cíclico, sendo apertado durante períodos de confiança quando há um aumento nos fluxos de capitais entrantes e relaxando quando os fluxos diminuem. De fato, o chamado “encaje” – um depósito de um ano no banco central, obrigatório e não remunerado – era inicialmente, quando foi criado em 1991, de 20%, se elevando para 30% em 1993, devido ao crescimento no fluxo de capitais, e caindo para 10% em 1998, no contexto dos efeitos da crise asiática e depois russa, sendo eliminado completamente em setembro deste ano.

¹⁵ Embora segundo Massad (1998, p.43), uma comparação entre países mostre que o Chile recebeu, em média, fluxos de capitais líquido equivalente a 6% do PIB em 1990/95, um montante significativamente menor do que o fluxo de países emergentes que não regularam suas contas de capital, como no caso da Tailândia e Malásia (ambas com cerca de 10% do PIB) antes de 1998.

monetária, ao ajudar a manter uma separação entre as condições monetária doméstica e internacional (Ariyoshi *et al*, 2000, cap. V). Adiciona-se que os controles de capitais não foram evadidos no Chile, onde a capacidade de coletar impostos sobre fluxos de capitais foi crescente no tempo, com as autoridades fechando as brechas e utilizando controles de capitais seletivos que desencorajaram significativamente alguns tipos particulares de créditos de curto prazo¹⁶.

Controles sobre saída de capitais durante crise de balanço de pagamentos foram utilizados na Malásia a partir de setembro de 1998, quando o governo malaio anunciou um pacote de controles amplos e seletivos de capitais, por intermédio de constrangimentos quantitativos sobre fluxos de saídas, principalmente sobre portfólio e contas de depósito. Tais medidas incluíram a liquidação forçada de contas *offshore* em ringgit (moeda oficial da Malásia) por residentes e não-residentes, um banimento na provisão de facilidades de crédito para não-residentes, e obrigatoriedade de um período de um ano de retenção antes da venda de títulos malaios, eliminando-se, assim, a maioria das fontes potenciais de acesso ao ringgit por não-residentes, ao mesmo tempo em que estabeleceu restrições sobre a repatriação de capitais de portfólio de não-residentes. Em conjunção com outras políticas macroeconômicas e financeiras adotadas, os controles contribuíram para conter a saída de capitais e estabilizar a taxa de câmbio. A partir da introdução de controles na Malásia, não se observaram sinais de pressões especulativas sobre a taxa de câmbio, a despeito do claro relaxamento nas políticas monetária e fiscal para dar suporte ao débil nível de atividade econômica no País (Ariyoshi *et al*, 2000, p. 24-5). Os controles, portanto, deram às autoridades malaias algum espaço para enfrentar os desequilíbrios macroeconômicos e implementar reformas no sistema bancário. Neely (1999, p. 22), a respeito da eficácia dos controles de capital na Malásia, conclui: “O governo malaio e a comunidade de negócios parecem estar satisfeitas com os efeitos dos controles em aumentar a demanda e em retornar a estabilidade na economia. Mesmo economistas que se opõem a controles de capitais [como Barro] acreditam que eles

¹⁶ De acordo com Massad (1998, p. 45), “as regulamentações sobre a conta de capital não são o único fator que explica o sucesso das políticas implementadas no Chile, e elas não devem ser substitutas de políticas macroeconômicas sólidas (...) O desempenho macroeconômico saudável do Chile tem sido obtido através da implementação de uma série de políticas, e os controles da conta capital devem ser considerados como complemento a elas”. Ademais, deve-se considerar que o programa de reformas econômicas feitas no País, tal como a do fortalecimento da estrutura prudencial do sistema financeiro foi um dos principais componentes das reformas.

podem ter tido alguma utilidade em dar tempo para a implementação de reformas fundamentais”.

No mesmo período a imposição de medidas de controle de capitais na Tailândia – através da criação de um mercado de câmbio duplo segmentado em um mercado *onshore* e outro *offshore*, além do governo ter requerido que todos bancos tailandeses suspendessem todas as transações com não residentes - não foi bem sucedida. Segundo Ariyoshi *et al* (2000, p. 58), “os controles de capital da Tailândia tiveram uma vida curta. Não há evidência sólida sobre as razões da erosão da efetividade dos controles, nem sobre os canais usados para driblar os controles. Evitar controles foi facilitado, entretanto, pelo fato de que os controles não foram de amplo alcance e não eliminaram o mercado *off-shore*, que continuou a proporcionar oportunidades de arbitragem”.

Um balanço final sobre a eficácia da adoção de controle de capitais, feito a partir de lições extraídas da literatura¹⁷, mostra que:

- “A evidência parece ser que controles de capital podem proporcionar um alívio temporário para lidar com dificuldades relacionadas ao balanço de pagamentos e ajudar a reverter os fluxos de saída de capitais se combinado com políticas contracionistas envolvendo maiores taxas de juros¹⁸. Controles podem servir para desencorajar fluxos de capitais instabilizantes de curto prazo e reduzir a vulnerabilidade de um país a mudanças nos ‘humores do mercado’. Mas ele parece pouco efetivo em prevenir saídas sustentadas de capitais ou evitar uma crise induzida por políticas macroeconômicas inconsistentes” (Cardoso e Goldfajn, 1998, p. 167-8).

- “A análise anterior [sobre a efetividade e custos de controles sobre influxos de capitais de curto prazo] sugere as seguintes conclusões. Primeiro, para ser efetiva, a

¹⁷ Uma crítica comum à adoção de controle de capitais é que a maioria dos países mais desenvolvidos têm conta de capital livre (Fischer, 1997). Rodrik (1998), ao investigar a relação entre liberalização da conta de capitais e crescimento econômico, mostra que empiricamente “não há evidência de que países em desenvolvimento sem controle de capitais têm crescido mais rápido, investido mais, ou experimentado uma inflação menor” (p.61).

¹⁸ Nota-se, contudo, que este não foi o caso da Malásia, que adotou com sucesso uma política econômica expansionista após a crise externa.

cobertura dos controles precisa ser abrangente, e controles precisam ser implementados de forma eficaz. (...) A efetividade dos controles parece ser limitada pelos mercados financeiros sofisticados, pois estes reduzem o custo da remessa ‘ilegal’ de capitais em relação aos incentivos para tanto. Segundo, embora os controles de capitais pareçam ser efetivos em alguns países, é difícil estar certo de seu papel, dado os problemas envolvidos em separar o impacto dos controles daqueles que acompanham as políticas, que incluem o fortalecimento das regulamentações prudenciais, maior flexibilidade da taxa de câmbio e ajustamentos na política monetária. (...) A experiência de um número de países (i.e, Brasil e Tailândia) também sugere que o uso de controle sobre entrada de capitais pode não prover uma proteção última contra reversões nos fluxos de capital, se eles não forem acompanhados pelos necessários ajustamentos nas políticas macroeconômicas e fortalecimento do sistema financeiro. Nestes casos (como na Colômbia), confiar em controles de capital pode realmente atrasar os ajustamentos de política necessários, fazendo os ajustamentos eventuais mais severos” (Ariyoshi *et al*, 2000, p. 17).

- “A principal motivação macroeconômica para controle sobre entrada de capitais era manter uma separação entre taxas de juros domésticas e estrangeiras enquanto se reduz a pressão sobre a taxa de câmbio. Controle parece ter tido alguma efetividade inicialmente, mas nenhum dos cinco países [Brasil, Malásia, Chile, Tailândia e Colômbia] parecerem ter alcançado ambos objetivos. Taxas de câmbio real apreciaram significativamente em todos os países (em menor extensão na Tailândia e Malásia), com maior ou menor deterioração nos saldos em conta corrente. Os controles não parecem ter sido efetivos em reduzir o total do nível dos influxos de capital (exceto na Malásia e Tailândia), mas parecerem ter, ao menos parcialmente, sido bem sucedido em reduzir os fluxos de entrada de capital de curto prazo” (Idem, p. 15-6).
- “Em suma, o consenso na pesquisa sobre controles de capitais tem sido que eles podem alterar a composição dos fluxos de capitais ou compelir uma pequena e

permanente separação entre taxas de juros domésticas e externas, mas não podem sustentar indefinidamente políticas inconsistentes” (Neely, 1999, p. 26-7).

3. Controle de capitais: argumentos favoráveis e contra

A discussão relacionada aos argumentos favoráveis ou contra a adoção de controles de capitais pode ser dividida, para fins de organização do debate, de duas formas: argumentos a favor da liberalização de capitais versus argumentos a favor de controle de capitais; e, mais diretamente, a comparação entre custos e benefícios da adoção de controle de capitais¹⁹. Trata-se de discutir tanto os pressupostos teórico-analíticos de cada argumentação, quanto a factibilidade e desejabilidade da adoção de controles.

Quanto ao primeiro aspecto da discussão, economistas favoráveis à livre movimentação de capitais entre países, em geral, baseiam-se na hipótese de mercados financeiros eficientes²⁰, segundo o qual a liberdade nos movimentos de capital permitiria aumentar a eficiência da economia, efetuando uma alocação ótima dos recursos disponíveis, resultando em uma alocação global mais eficiente das poupanças e canalização dos recursos para usos mais produtivos, aumentando deste modo o crescimento econômico e bem-estar da população (Fischer, 1998). Neste sentido, a livre movimentação de capitais permitiria uma alocação internacional de capitais mais eficiente, que fluiria dos países desenvolvidos, com abundância de capitais, para países em desenvolvimento, com escassez crônica de poupança, para financiar os projetos de investimentos, cuja produtividade do capital seria maior do que nos países desenvolvidos. Mais especificamente, os fluxos de capitais resultariam em três benefícios: (i) permitiria um país evitar quedas profundas no consumo nacional durante uma desaceleração cíclica, seja em caso de distúrbios cíclicos em termos

¹⁹ Para um aprofundamento deste debate, ver, entre outros, Johnston e Tamirisa (1998) e Carvalho e Sicsú (2002).

²⁰ A hipótese dos mercados eficientes, de acordo com Fama (1980) significa que os preços refletem toda a informação disponível para os agentes econômicos. Ao adicionar-se a esta teoria a hipótese de expectativas racionais, está se pressupondo que os agentes econômicos fazem o melhor uso das informações disponíveis em suas previsões dos preços futuros dos ativos. Deste modo, os sinais de mercado provêm informações suficientes para a previsão dos eventos futuros, permitindo, assim, que os agentes formem suas expectativas racionais como base para as decisões maximizadoras das funções utilidades. Portanto, os agentes baseiam suas posições de mercado no processamento eficiente de toda informação disponível que incide na presente rentabilidade do ativo.

de comércio, produto ou demanda externa, uma vez que o consumo flutuaria menos que a renda disponível se existir a possibilidade de tomar emprestado do resto do mundo durante períodos de quedas na renda, com subseqüentes re-pagamentos por ocasião da recuperação da renda, seja em caso de desastre natural²¹, em ambos os casos através da venda de ativos e/ou tomada de empréstimos do resto do mundo; (ii) permitiria países como um todo a tomar emprestado de forma a aprimorar a habilidade de produzir bens e serviços no futuro, como no caso do financiamento de déficits em conta corrente na Coréia durante os anos 60 e 70; (iii) estimularia uma maior competição nos mercados domésticos que resultaria da permissão de firmas estrangeiras a investirem localmente (Neely, 1999, p. 14-5).

Já os críticos da livre mobilidade de capitais (e defensores da adoção de controle de capitais) baseiam-se, em geral, em uma abordagem keynesiana, ainda que de vertentes diversas: a abordagem (novo-keynesiana) de assimetria de informações e a abordagem (pós-keynesiana) de formação de expectativas sob incerteza radical. Ambas abordagens partem do suposto de que os mercados financeiros podem não ser eficientes, o que reduz a eficiência de preços na obtenção da alocação ótima de recursos.

De acordo com a teoria de racionamento de crédito²², a existência de falhas de mercado causada por assimetrias de informação - em função dos fenômenos de risco moral e seleção adversa²³ - que podem ocasionar situações de racionamento de crédito. Deste modo, face à existência de falhas de mercado causadas por assimetrias informacionais, controle de capitais – sob a forma de impostos e/ou controles quantitativos – podem ser úteis para a economia, aprimorando o bem-estar, se eles forem usados para corrigir alguma outra distorção pré-existente no mercado que não possa ser corrigida de outra forma. A idéia de

²¹ Como exemplo, depois do terremoto que devastou o sul da Itália em novembro de 1980, deixando 4.800 mortas, os italianos tomaram emprestados do exterior para ajudar a reparar os danos (Neely, 1999, p.14).

²² Ver, entre outros, Stiglitz e Weiss (1981).

²³ A existência de *assimetria de informações* nos mercados financeiros resulta do fato de um participante deste mercado com freqüência não sabe o suficiente sobre outro participante para tomar uma decisão mais precisa com respeito à transação. Por exemplo, um tomador de empréstimo normalmente tem uma informação melhor do que o emprestador sobre os retornos potenciais e os riscos associados aos projetos de investimento para o qual os fundos são alocados. Esta insuficiência ou assimetria de informações pode afetar o comportamento do tomador (risco moral) ou o grau de risco do solicitante de crédito (seleção adversa), gerando um racionamento no crédito, situação em que os emprestadores se recusam a fazer empréstimos mesmo que os tomadores estejam dispostos a pagar a taxa de juros estabelecida ou mesmo uma taxa maior. Em outras palavras, o *racionamento de crédito* é uma condição no mercado de empréstimos em que a oferta

que controles de capitais possam aprimorar o bem-estar econômico, diminuindo os efeitos das falhas de mercado, é chamada de “teoria do *second-best*” (Dooley, 1996). Segundo esta teoria, se uma economia é assumida sofrer uma distorção e é difícil enfrentar esta distorção diretamente, pode ser possível aumentar o bem-estar adicionando uma outra distorção compensatória. A solução *first-best* evidentemente seria enfrentar a distorção existente. Em países emergentes as fontes de distorção podem incluir problemas informacionais, sistemas bancários frágeis ou insolventes, problemas de *moral hazard* relacionados a garantias oficiais e a ausência de mercados financeiros desenvolvidos (Johnston e Tamirisa, 1998, p.15).

Para a abordagem pós-keynesiana, apoiada em *insights* originais de Keynes (1964) e Kaldor (1980), os mercados financeiros - sob incerteza não-probabilística - são intrinsecamente instáveis, em função da precariedade do conhecimento dos agentes sobre o futuro²⁴, o que faz com que o estado de confiança dos agentes seja subjetivo e frequentemente mutável. Segundo esta perspectiva, as expectativas de curto prazo do comportamento do mercado, e não os fundamentos básicos de longo prazo, são vistas como os determinantes-chave do movimento dos preços dos ativos financeiros. Assim, as expectativas formuladas nos mercados financeiros podem não se apoiar nos fundamentos de mercado, pela falta de uma base objetiva de julgamento, sob condições de incerteza radical. Deste modo, a atividade especulativa emerge não como uma “anomalia”, mas como uma consequência natural da própria forma de operação dos mercados financeiros no mundo real globalizado, em caso de ausência de um emprestador de última instância ou outro tipo de *market maker* que permita amortecer as variações nos preços dos ativos. Daí resulta a necessidade de se estabelecer de regras e instituições que promovam uma melhor coordenação das expectativas nos mercados financeiros. O resultado desta abordagem é a recomendação de cautela nos processos de liberalização financeira e a adoção – quando necessário - de controles de capitais que evitem as consequências reais devastadoras da

de fundos do emprestador é menor que a demanda do tomador, nos termos contratuais estabelecidos. Para uma boa resenha sobre o assunto ver Mishkin (1998).

²⁴ Incerteza não-probabilística refere-se a fenômenos econômicos para os quais “não há nenhuma base científica para se formar qualquer probabilidade calculável em qualquer momento. Nós simplesmente não sabemos” (Keynes, 1973, p. 114). Para uma análise sobre a instabilidade dos mercados financeiros numa perspectiva pós-keynesiana, ver Alves Jr. *et al* (1999-2000).

volatilidade dos fluxos de capitais, e ainda proposições de reforma no sistema financeiro internacional²⁵.

Quanto ao segundo aspecto da discussão sobre a propriedade de se adotar ou não controle de capitais, a questão básica que se coloca está relacionada *se os custos e distorções gerados pelos controles são mais do que compensados pelos seus potenciais benefícios*. Os *custos* incluiriam a possibilidade de retaliação de outros países, evasão de capitais por canais diversos, custos administrativos e a dificuldade de se quantificar o imposto necessário sobre o fluxo de capital, além de poder causar uma diminuição na alocação de recursos.

Os *benefícios*, por sua vez, visariam a superar os problemas causados pelos fluxos de capitais externos à condução da política macroeconômica em pequenas economias, levando-se em conta: (i) o fato de que a transição de conta de capital fechada para uma aberta tende a levar a um afluxo massivo de capitais, com impactos instabilizantes sobre a taxa de câmbio, que pode inclusive resultar em uma apreciação excessiva nesta, ocasionando desequilíbrios no balanço de pagamentos; (ii) a perda de autonomia na política monetária pelo banco central, tornando-o menos capaz de controlar a demanda doméstica, em função dos afluxos excessivos de capital que pode acarretar inclusive problemas relacionados à esterelização dos recursos entrantes²⁶; (iii) processos especulativos tornam fluxos de capitais reativos a sinais de curto prazo, gerando oscilações profundas e bruscas nos fluxos de capitais de curto prazo que podem ser danosos para países emergentes; (iv) economias emergentes estão sujeitas a problemas de “profecias auto-realizadas” que podem produzir fugas massivas de capital (Massad, 1998). Portanto, os benefícios dos controles de capitais, como já destacado, estão associados à manutenção da estabilidade da taxa de

²⁵ Tais reformas visariam criar condições para resolver as recorrentes crises financeiras internacionais e promover, ao mesmo tempo, crescimento econômico com pleno emprego em escala mundial. Davidson (1994) propõe a criação de um *International Money Clearing Union* (IMCU), cuja essência seria: (i) criação de uma moeda internacional (IMCU) para regular a liquidez internacional; (ii) introdução de um mecanismo para permitir que a IMCU fosse “manipulada” tão-somente pelos bancos centrais nacionais; (iii) estabilização do sistema cambial para proteger as taxas de câmbio de ataques especulativos; e (iv) introdução de uma cláusula, *trigger mechanism*, para eliminar os desequilíbrios de balanço de pagamentos, sejam deficitários ou superavitários. Eatwell e Taylor (2000), por sua vez, propõem a criação de um *World Financial Authority* (WEA) para desempenhar no domínio dos mercados financeiros mundiais o papel que é desempenhado pelos reguladores nacionais nos mercados domésticos em termos de regulação e supervisão.

câmbio, a maior autonomia da política monetária e a preservação da estabilidade financeira e macroeconômica doméstica²⁷, que se alcançadas, em alguma medida, justificaria os custos incorridos na adoção de controle de capitais.

4. A macroeconomia com controle de capitais: a superação da trindade impossível

Em um mundo crescentemente globalizado, em termos de mobilidade de capitais, a chamada “trindade impossível” parece ser cada vez mais verdadeira: não é possível conciliar perfeita mobilidade de capitais com a adoção de uma taxa de câmbio fixa e uma política monetária independente. Ou seja, as autoridades econômicas não poderão atingir simultaneamente três objetivos:

- (i) uma taxa de câmbio fixa entre a moeda doméstica e as outras moedas;
- (ii) conversibilidade livre entre a moeda de um país e outras moedas;
- (iii) uma política monetária nacional capaz de alcançar objetivos macroeconômicos domésticos.

Deste modo, ou o governo abre mão da autonomia no uso da política monetária doméstica, adotando uma taxa de câmbio fixa que faz com que a taxa de juros do país siga a internacional, ou restringe a mobilidade de capitais ou adota taxas de câmbio flutuantes de modo a poder praticar uma política monetária independente. No caso de adoção de um regime de taxa de câmbio fixa não há espaço para políticas monetárias autônomas ou políticas fiscais expansionistas, já que de acordo com a regra do “*currency board*”, a emissão de moeda doméstica deve ser coberta 100% pelas reservas cambiais do banco central. Por exemplo, no caso em que o governo (e o banco central) desejar reduzir o nível de desemprego, aumentando a demanda agregada para bens e serviços através de um corte na taxa de juros, isto não seria possível se o banco central for incapaz de reduzir as taxas de juros abaixo daquelas disponíveis em outras partes do mundo, em particular nos grandes

²⁶ Esterelização pode criar custos fiscais significativos, dependendo da escala de operação e do tamanho do diferencial da taxa de juros internas *vis-à-vis* as taxas externas.

²⁷ Na medida em que os controles de capitais ajudem a limitar a exposição cambial excessiva de instituições financeiras domésticas, ou estimular um alongamento na maturidade das suas obrigações, eles podem ajudar a proteger a estabilidade do sistema financeiro.

centros. Adiciona-se que a defesa da taxa de câmbio em um regime de câmbio fixo requer que a política monetária seja devotada unicamente à manutenção da taxa de câmbio, não podendo ser usada para alcançar objetivos relacionados a emprego, por exemplo. Portanto, se sacrifica qualquer objetivo de política monetária ou fiscal em defesa da taxa de câmbio. Em termos da trindade impossível, o país satisfaz a condição (i) taxa de câmbio fixa e (ii) conversibilidade, mas sacrifica a soberania monetária (iii).

Portanto, a tentativa de preservar a autonomia da política monetária no contexto de globalização financeira tem reforçado dois tipos de proposição: adoção de câmbio flutuante e controle de capitais²⁸.

A flutuação cambial seria o caminho natural para os *policymakers* desejosos em obter maior autonomia no exercício da política monetária sem sacrificar a conversibilidade da moeda nacional e a integração ao mercado financeiro internacional. No caso de taxas de câmbio totalmente flutuantes, a autoridade monetária não intervém no mercado de câmbio, e, portanto, as reservas cambiais não se alteram. Logo, o balanço de pagamentos estará, por definição, em equilíbrio. Assim, o governo sacrifica a condição (i) e deixa o câmbio flutuar, o que permitiria, *ceteris paribus*, um nível de atividade e de emprego maior, especialmente nas indústrias exportadoras, ao mesmo tempo em que as taxas de juros domésticas mais baixas estimulariam o investimento. O problema desta opção, em particular para países emergentes, está associado às oscilações bruscas e intensas da taxa de câmbio ao sabor do movimento instável dos fluxos de capitais, que pode afetar negativamente estas economias, como no caso da inflação (devido aos efeitos da própria desvalorização cambial sobre o custo das empresas). Por outro lado, no caso de países que tenham um número importante de firmas com obrigações externas derivadas de financiamentos no exterior ou simplesmente empréstimos denominados em moeda estrangeira feitos no (ou intermediado pelo) setor bancário doméstico, uma desvalorização cambial mais acentuada pode ter um efeito patrimonial devastador sobre as firmas endividadas²⁹. Adiciona-se, ainda, que como a taxa de câmbio é um dos preços básicos que balizam as expectativas empresariais, a

²⁸ Para uma análise destas alternativas, ver, entre outros, Tobin (2000). Ver, ainda, para uma análise sobre regimes de câmbio e política econômica, Carvalho *et al* (2000, caps 21 e 22).

volatilidade cambial resultante de um regime de câmbio flutuante, ao aumentar a incerteza nos negócios, pode afetar negativamente as decisões de investimento das firmas. Neste sentido, mesmo a manutenção de um regime de taxas de câmbio flutuantes pode ser incompatível com a liberdade de fluxos de capitais.

Uma quarta opção à disposição dos *policymakers* desejosos de evitar a flutuação (excessiva) do câmbio e obter maior independência da política monetária é restringir os fluxos de capitais, o que permite, em tese, reduzir diretamente a demanda por ativos em moeda estrangeira e o potencial para especulação contra a taxa de câmbio. As propostas de controles de capitais variam desde a sugestão para um acordo internacional que institua um imposto único sobre os fluxos de capitais (o chamado “imposto Tobin”) até iniciativas nacionais como a tributação sobre o ingresso de capitais e o estabelecimento de prazos mínimos de permanência do capital (a chamada “quarentena”)³⁰. A idéia básica é “jogar areia na engrenagem” do mercado financeiro internacional, para usar uma analogia já consagrada mundialmente (Eichengreen *et al*, 1995). O caso da China é o mais extremado, já que o país não tem permitido a conversibilidade da sua conta de capital, mas somente a conversibilidade da conta corrente. Com a adoção de controles de capitais, a violação da condição (ii) – isto é, conversibilidade livre entre moedas - permite manter as outras duas condições: (i) taxa de câmbio fixa, e (ii) soberania monetária. Neste sentido, busca-se retardar os fluxos líquidos de capitais, através da introdução de determinados ruídos ou empecilhos nestes fluxos - tais como requerimentos extras de reservas sobre novos depósitos em moeda estrangeira. Portanto, ao reduzir a lucratividade na conversão das moedas (ii), permite-se a combinação de taxas de câmbio fixa, ou mesmo de taxas de câmbio flutuantes, com uma maior autonomia da política monetária possível. Isto permitiria um aumento na soberania econômica nacional e a adoção de uma política econômica expansionista, quando um quadro de recessão assim requeresse.

5. Controles de capitais no contexto de uma estratégia de crescimento para o Brasil (a título de conclusão)

²⁹ Sem dúvida o aprofundamento da crise econômica na Coréia em 1998 (Kregel, 1998) e na Argentina em 2001/2 (Fanelli, 2002) resultaram em boa medida do efeito da desvalorização cambial sobre o passivo denominado em moeda estrangeira das empresas.

³⁰ Ver mais sobre o assunto na próxima seção.

Este artigo procurou mostrar algumas evidências, com base na literatura, a respeito da adoção de controles de capitais. Em primeiro lugar, deve-se destacar a existência de distinções importantes entre diferentes tipos e modalidades de controle de capitais, devendo-se, assim, evitar generalizações excessivas. Em segundo lugar, há uma variedade de critérios de aferição de sucesso na adoção de controles de capitais, uma vez que outros fatores podem estar influenciando as variáveis usadas para aferição. De qualquer modo, a experiência internacional em países emergentes mostra que o seu uso – nas diferentes modalidades - é muito maior do que normalmente se reconhece. Ademais, a experiência internacional também reconhece alguma eficácia no seu uso, seja em tempos normais (no caso do Chile) ou em tempos de crise no balanço de pagamentos (no caso da Malásia).

Neste contexto, um balanço final – a partir da literatura existente - parece indicar que *controles de capitais mais eficazes envolvem a monitoração de operações com câmbio em geral, que sejam abrangentes em seu alcance e fortemente impostos*, de modo a evitar a possibilidade de re-denominação artificial de operações com o fim específico de evitar as restrições existentes, e devem cobrir, sobretudo, as entradas de capitais de não-residentes, sendo capaz ao mesmo tempo de monitorar e controlar as saídas de capitais de residentes. Podem, portanto, ser usados como um instrumento de viabilização de políticas econômicas mais autônomas e de geração de uma maior estabilidade no mercado cambial, ou mesmo em casos excepcionais como um instrumento temporário em momentos de crises agudas de balanço de pagamentos, mas não deve ser usado como um instrumento permanente para “cobrir” políticas econômicas inconsistentes. Neste caso, deve ser acompanhado por mudanças da política econômica (p.ex., uma desvalorização na taxa de câmbio) e/ou por introdução de reformas (p.ex., aprimoramento da supervisão bancária), como mostra o caso bem-sucedido da Malásia.

É neste contexto, portanto, que se insere a adoção de controles de capitais, de natureza preventiva, como um instrumento que permita a viabilização de políticas econômicas mais autônomas e a criação de um ambiente macroeconômico mais estável que favoreça a retomada dos investimentos produtivos no país. Neste sentido, a adoção de controle de

capitais pode ser uma das peças que venham a compor uma estratégia de crescimento sustentado para a economia brasileira³¹, visando a:

- (i) *reduzir a vulnerabilidade externa da economia brasileira*, através do controle da entrada de capitais externos em excesso no país, em termos normais de afluxo de capitais externos, de modo a evitar uma sobrevalorização excessiva da moeda nacional que possa inviabilizar o equilíbrio externo da economia;
- (ii) *selecionar os fluxos de capital que se deseja absorver*, de modo a diminuir a participação de capitais especulativos (tais como investimentos de portfólio e operações de curto prazo relacionadas à arbitragem de taxas de juros) na composição do total de capitais externos no Brasil, confinando-o a volumes administráveis, tornando assim menos instável o fluxo de capitais externos;
- (iii) *isolar em algum grau a economia do contexto internacional circundante*, de modo a permitir que a taxa de juros possa ficar em patamares mais baixo do que aqueles impostos pelo *coupon* cambial, podendo, assim, cair a um nível que possa estimular os gastos dos agentes (consumo e investimento) e ao mesmo tempo torne sustentável a administração da dívida pública. A melhor administração da dívida pública se daria tanto em função dos efeitos diretos da queda da taxa de juros de curto prazo sobre a dívida pública, já que boa parte desta está indexada a taxa de overnight, quanto em função da diminuição dos significativos custos fiscais relacionados ao financiamento de altos níveis de reservas cambiais em contexto de alto volume de capitais e de elevado diferencial entre a taxa de juros domésticas *vis-à-vis* às taxas externas, ou seja, dos custos de esterilização dos recursos entrantes.

Por fim, o que está se sugerindo é que, no contexto de *uma estratégia de crescimento com estabilidade para o Brasil*, seja adotado um sistema moderno e eficiente de regulação de entrada e saída de capitais externos na economia brasileira, com ênfase no *sistema de*

³¹ Este artigo não objetiva apresentar uma proposta alternativa de política econômica mais detalhada para o Brasil, mas apenas indicar um possível papel que a adoção de controle de capitais pode ter em uma estratégia de crescimento econômico com estabilidade. Ver, a respeito, Bresser-Pereira. e Nakano (2002), Batista Jr. (2002) e Ferrari-Filho e Paula (2002).

controle preventivo sobre fluxos de capitais que incluiria, entre outras, medidas efetivas que permitissem a administração da composição de capitais que ingressam no País, o alongamento do perfil do endividamento externo e o fechamento das brechas na legislação que facilitam a evasão de capitais de residentes, sem ferir compromissos internacionais do país³². Segundo Batista Jr (2002, p. 180), “alguns desses instrumentos estão disponíveis e podem ser acionados com facilidade. Por exemplo, o imposto sobre operações financeiras pode ser usado para desencorajar ingressos excessivos de capitais voláteis ou de curto prazo. (...) Em conjuntura de superabundância de liquidez externa, o Banco Central precisa estar preparado para recorrer a instrumentos tributários ou depósitos compulsórios (não remunerados ou remunerados a taxas inferiores as de mercado) para evitar uma valorização indesejada da moeda nacional e uma deterioração da composição do passivo externo do país”. Em tempos de crise, controles de capitais podem ser eventualmente utilizados como um instrumento para se evitar a saída de capitais de residente ou ainda criar obstáculos para a saída total ou parcial de capitais de não-residentes no País. Em outras palavras, eles podem evitar a emergência de situações de pânico, ou pressões sobre a taxa de câmbio que possam levar eventualmente a situações explosivas.

³² Deve ser ressaltado que o Brasil adotou em 1993/97 algumas medidas de controle de capitais, tais como um imposto explícito sobre fluxos de capitais (um “imposto de entrada” sobre certas transações cambiais e empréstimos externos), em combinação com um número de controles administrativos (proibições completas ou requerimentos de maturidade mínima sobre certos tipos de capitais entrantes). Contudo, segundo Ariyoshi *et al* (2000, p. 17), “os controles mantidos no Brasil parecem ter sido claramente pouco efetivos em encontrar os objetivos almejados”, e um dos motivos apontados é a existência de um bem desenvolvido e sofisticado mercado financeiro (com negócios ativos em derivativos), que parece ter reduzido os custos de driblar as regulamentações de ampla cobertura, estimulado pela existência de diferenciais de taxas de juros elevados e expectativas de uma taxa de câmbio estável (até meados de 1998).

Referências:

- Alves Jr, A.J., F. Ferrari Filho, F., e L.F. Paula (1999/2000). The post Keynesian critique of conventional currency crisis models and Davidson's proposal to reform the international monetary system. *Journal of Post Keynesian Economics*, 22(2): 207-25, Inverno.
- Ariyoshi, A., K. Habemeier, B. Laurens, I. tker-Robe, J. Canales-Kriljenko, e A, Kirilenko (2000). *Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization*. Washington: IMF.
- Batista Jr. P.N. (2002). Vulnerabilidade externa da economia brasileira. *Estudos Avançados* 16 (45): 173-185.
- Benecke, D.W. (2002). Economia Social de Mercado: uma orientação para o Brasil?, mimeo.
- Bresser Pereira, L.C., e Y. Nakano (2002). Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. *Revista de Economia Política*: 22 (3): 146-177, jul./set.
- Cardoso, E. e I. Goldfajn. (1998). Capital flows to Brazil: the endogeneity of capital controls. *IMF Staff Papers* 45 (1): 161-202, março.
- Carvalho, F. C. e J. Sicsú (2002). Controvérsias recentes sobre controle de capitais, mimeo.
- Carvalho, F.C., F.E.P. Souza, J. Sicsú,, L.F. Paula, e R. Studart. (2000). *Economia Monetária e Financeira*. Rio de Janeiro: Editora Campus.
- Dooley, M.P. (1996). A survey of literature on controls of international capital transactions. *IMF Staff Papers*, pp. 639-87, dezembro.
- Eatwell, J. e L. Taylor (2000). *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*. New York, New Press.
- Eichengreen, B., Tobin, J. e Wyplosz, C. (1995). Two cases for sand in the wheels of international finance. *Economic Journal*, 105(428): 162-72, janeiro.
- Fama, E. (1980). Banking in theory of finance. *Journal of Monetary Economics*, 6: 39-57.
- Fanelli, J. M. (2002). Crecimiento, inestabilidad y crisis de la convertibilidad en Argentina. *Revista de la CEPAL*, 77: 25-45, agosto.
- Ferrari-Filho, F. e L. F. Paula (2002). The legacy of the Real Plan and an alternative agenda to the Brazilian economy. In *Anais da V Jornada de Economia Política do Capitalismo Contemporâneo*. Friburgo: SEP/ANPEC.
- Fischer, S. (1997). Capital account liberalization and the role of the IMF, paper presented at the International Monetary Fund's Seminar on Asia and the IMF. Hong Kong, 19 de setembro.
- _____. (1998). Capital account liberalization and the role of the IMF. *Essays in International Finance* no. 207, pp. 1-10, Princeton.
- Kaldor, N. (1980). *Essays on Economic Stability and Growth*. New York: Hommer and Maier.

- Keynes, J.M. (1964). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. New York: Harcourt Brace.
- _____. (1973). *The General Theory and After: defence and development*. London : Macmillan (The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. 14, edited by D.Moggridge).
- Kregel, J. (1998). Yes, 'It' did happen again: a Minsky crisis happened in Asia. *Working Paper* n. 235, Jerome Levy Institute.
- Johnston, R. B. e N.T. Tamirisa (1998). Why do countries use capital controls? *IMF Working Paper* WP/98/181. Washington: IMF, dezembro.
- Massad, C. (1998). The liberalization of the capital account: Chile in the 1990s. *Essays in International Finance*, 207, pp. 34-46, Princeton.
- Mishkin, F.S. (1998). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Reading, Mass., Addison-Wesley.
- Neely, C. J. (1999). An introduction to capital controls. *Federal Reserve Bank of St. Louis*, 13-30, nov./dez.
- Oreiro, J.L. (2002). Prêmio de risco endógeno, metas de inflação e câmbio flexível: implicações dinâmicas da hipótese Bresser-Nakano para um pequena economia aberta. *Revista de Economia Política*: 22 (3): 107-122, jul./set.
- Paula, L.F. e A. Alves Jr. (2000). External financial fragility and the 1998-1999 Brazilian currency crisis. *Journal of Post Keynesian Economics*, 24 (4): 589-617, Verão 2000.
- Quirck, P., e O. Evans (1995). Capital account convertibility: review of experiences and implications for IMF policy. *IMF Occasional Paper* no. 131, outubro.
- Rajan, R. (1998). Restraints on capital flows: what are they? *IPS Working Papers* no. 3. The Institute of Policy Studies, setembro.
- Rodrik (1998). Who needs capital-account convertibility? *Essays in International Finance* no. 207, pp. 55-65, Princeton.
- Stiglitz, J. e Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71 (3): 393-410, junho.
- Tobin, J. (2000). Financial globalisation. *World Development* 28 (6): 1101-1104.
- Toledo, J. E. (2002). Risco Brasil: o efeito-Lula e os efeitos-Banco Central. *Revista de Economia Política*: 22 (3): 138-145, jul./set.
- Valdés, S. e M. Soto (1996). Es el control selectivo de capitales efectivo en Chile? Su efecto sobre el tipo de cambio real. *Cuadernos de Economía*, 33 (98): 77-108.