



**Universidade do Estado do Rio de Janeiro**  
Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas  
Faculdade de Ciências Econômicas

Mariana Aparecida Rachid Novaes

**Controles de Capitais no Brasil:  
uma avaliação a partir da literatura**

Rio de Janeiro

2012

Mariana Aparecida Rachid Novaes

**Controles de Capitais no Brasil:  
uma avaliação a partir da literatura**

Dissertação apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, ao Programa de Pós-Graduação em Economia, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de Concentração: Economia Internacional

Orientador: Prof. Dr. Luiz Fernando Rodrigues de Paula

Rio de Janeiro

2012

CATALOGAÇÃO NA FONTE  
UERJ/REDE SIRIUS/BIBLIOTECA CCS/B

N935 Novaes, Mariana Aparecida Rachid.  
Controles de Capitais no Brasil: uma avaliação a partir da  
literatura / Mariana Aparecida Rachid Novaes – 2012.  
66 f.

Orientador: Luiz Fernando Rodrigues de Paula.  
Dissertação (Mestrado) – Universidade do Estado do Rio de  
Janeiro, Faculdade de Ciências Econômicas.  
Bibliografia: f. 63-66.

1. Câmbio – Brasil – Teses 2. Fluxo de capitais – Brasil –  
Teses. 3. Política monetária – Brasil – Teses. 3. Relações  
econômicas internacionais – Teses. I. Paula, Luiz Fernando  
Rodrigues de. II. Universidade do Estado do Rio de Janeiro.  
Faculdade de Ciências Econômicas. III. Título.

CDU 336.745(81)

Autorizo, apenas para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial desta  
dissertação.

---

Assinatura

---

Data

Mariana Aparecida Rachid Novaes

**Controles de Capitais no Brasil: uma avaliação a partir da literatura**

Dissertação apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, ao Programa de Pós-Graduação em Economia, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de Concentração: Economia Internacional

Aprovada em 28/09/2012.

Banca Examinadora:

---

Prof. Dr. Luiz Fernando Rodrigues de Paula (Orientador)  
Faculdade de Ciências Econômicas da UERJ

---

Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Hawa Diawara  
Faculdade de Ciências Econômicas da UERJ

---

Prof. Dr. André de Melo Modenesi  
Instituto de Economia da UFRJ

Rio de Janeiro

2012

## DEDICATÓRIA

Aos meus pais, sempre tão preocupados com a minha educação e com a minha formação, dedico cada página desse trabalho.

## **AGRADECIMENTOS**

Em primeiro lugar, agradeço a Deus por todas as oportunidades boas que foram colocadas em meu caminho, muitas delas eu pude agarrar e chegar no lugar que cheguei, e pelas não tão boas que me fizeram amadurecer e crescer no decorrer da vida.

Em segundo lugar, agradeço a minha família e, em especial, àqueles que me colocaram no mundo, me dando todo suporte, amor, carinho e preparo que um ser humano necessita. Não teria dado passos maiores se não fossem meus pais.

Agradeço a minha avó, Anna Rita, pelas incansáveis orações e pelas palavras de confiança nos momentos mais importantes. A minha Tia Lena e a minha prima Fabíola, meu muito obrigada por serem tão presentes na minha vida. Ao meu avô, Adir, que não está mais aqui, mas que estará sempre no meu coração.

Agradeço à instituição de ensino UERJ e seus excelentes professores que transmitiram de maneira brilhante seus conhecimentos. Em especial, ao professor orientador dessa dissertação, Dr. Luiz Fernando de Paula, muito obrigada pelos ensinamentos e pela incrível contribuição nesse trabalho.

Agradeço aos amigos maravilhosos que fiz nessa Universidade, em especial aos mais presentes que puderam me ajudar no decorrer desses 2 anos e meio: Iraci, Fernanda, Carol, Paty e Marcia.

Agradeço aos meus amigos que muito me ajudaram com palavras de confiança e determinação, com conselhos e palpites sobre o tema e entendendo muitas vezes a minha ausência: Natasha, Érika, Gabriel, Luis, Igor, Quintella, Débora, Anne, Tânia, Tati Neves, Diego e Rafael. Em especial, a minha amiga Ana Paula pela grande ajuda nesse trabalho.

Ao meu namorado, Rodrigo, pelos momentos de ajuda, conselho, paciência e muita parceria que construímos durante esses dois anos de convivência. Sem dúvida, foram muito importantes para mim.

Por último, mas não menos importante, agradeço às pessoas que trabalharam comigo na IBM, em especial aos meus chefes e amigos que por diversas vezes entenderam e permitiram a minha ausência: Drubi, Abel e Tati.

## RESUMO

NOVAES, Mariana Aparecida Rachid. *Controles de Capitais no Brasil: uma avaliação a partir da literatura*, 2012. 66 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2012.

O objetivo desse trabalho é responder quatro perguntas centrais a partir da literatura sobre os controles de capitais no Brasil: Os controles de capitais foram e têm sido eficazes no Brasil? O Brasil tem seguido o seqüenciamento proposto pelo FMI ao adotar controles de capitais? Os controles de capitais no Brasil são endógenos? A liberalização econômica favorece o crescimento econômico de um país? Para tanto, foram estudados outros casos de adoção de controles de capitais em diferentes economias, a partir da literatura existente, e a experiência brasileira com controles de capitais. A literatura empírica foi analisada com o intuito de verificar se os controles de capitais são eficazes para objetivos de política econômica ou se deve sustentar o processo de liberalização financeira, como defendido por alguns economistas mais ortodoxos.

**Palavras-chave:** liberalização financeira; controle de capitais; crescimento econômico.

## ABSTRACT

NOVAES, Mariana Aparecida Rachid. *Capital Controls in Brazil*: a review from the literature, 2012. 66 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2012.

The main goal of this work is to answer four key questions related to the capital controls in Brazil from a literature perspective: Were capital controls effective, and have they been, in Brazil? Has Brazil followed the sequencing proposed by IMF when adopting capital controls? Are capital controls in Brazil endogenous? Does economic liberalization promote economic growth to a country? For that, experiences of capital controls' adoption in different economies were studied, using the international literature, as well as the Brazilian experience with capital controls. The empirical literature has been analyzed in order to verify if capital controls are effective for the main goals of economic politics or if a financial liberalization should be applied, as supported by some orthodox economists.

**Key-words:** financial liberalization; capital controls; economic growth.



## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	8
<b>2. RESENHA DE LITERATURA SOBRE CONTROLE DE CAPITAIS</b> .....	14
2.1. Discurso sobre liberalização financeira.....	15
2.2. Objetivo e tipos de controle de capitais.....	18
2.3. Literatura empírica internacional sobre liberalização financeira e controle de capitais .....	21
2.4. Visão do FMI <i>versus</i> críticos .....	23
2.5. Conclusão.....	25
<b>3. ALGUMAS EXPERIÊNCIAS SELECIONADAS DE CONTROLES SOBRE ENTRADAS DE CAPITAIS</b> .....	27
3.1. Experiências internacionais .....	28
3.1.1 Chile.....	28
3.1.2 Colômbia.....	31
3.1.3 Malásia .....	32
3.1.4 Uruguai .....	35
3.2 Conclusão.....	36
<b>4. LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA E CONTROLE DE CAPITAIS NO BRASIL</b> .....	38
4.1. Liberalização financeira e controle de capitais no Brasil a partir dos anos 90 .....	39
4.2. Literatura empírica sobre liberalização financeira e controle de capitais .....	52
4.3. Conclusão .....	57
<b>5. CONCLUSÃO</b> .....	60
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	63

## 1. INTRODUÇÃO

A importância do controle de capitais em países em desenvolvimento e a sua efetividade é um tópico muito discutido nos dias de hoje. Tal fato deriva do crescimento expressivo do influxo de capitais externos em diversos países no período recente, com destaque para os países em desenvolvimento, que têm observado taxas crescentes nos fluxos de divisas externas.

Esse trabalho visa analisar em que medida os controles de capitais são eficazes e, em particular, se têm sido eficazes no Brasil para objetivos de política econômica. Para isso, será feita uma comparação com as principais economias emergentes que adotaram (ou adotam) controle de capitais e uma análise dos tipos de controles existentes e já utilizados por algum país.

Outra análise importante é o fato de que o Brasil não tem seguido o seqüenciamento sugerido pelo FMI ao adotar controle de capitais junto a outras políticas mais convencionais que, contudo, sozinhas, não têm trazido resultados significativos.

A globalização, tema presente nas discussões econômicas da atualidade (Stiglitz, 2004), é fundamental para explicarmos o crescimento no fluxo de capitais externos, em virtude da redução no número de barreiras, tecnológicas e legais, para o transacionamento de capitais entre diferentes jurisdições. O crescente comércio internacional tem também favorecido o fluxo de troca de divisas entre nações, o que - por si só - gera o aumento também no fluxo de capitais.

Os determinantes da globalização financeira contam com a interação de três processos distintos (Stiglitz, 2004): a expansão dos fluxos financeiros no decorrer dos últimos anos, o acirramento da concorrência dos mercados internacionais e o aumento da integração entre os sistemas financeiros.

Além dos anteriormente citados, a revolução técnico-científica, bem como a adoção de políticas liberais por parte de diversos países, é determinante no processo de globalização financeira (Redivo, 2009).

O termo “globalização” surgiu nos anos 80 por consequência dos fenômenos que estavam acontecendo com a economia mundial. É possível citar como principais características desse processo a aceleração intensa e desigual da tecnologia, a

formação de novos padrões organizacionais e, principalmente, a interpenetração dos mercados financeiros mundiais (Redivo, 2009).

Ao longo do tempo, a volatilidade dos fluxos de capitais vem aumentando por motivos diversos, entre eles o aumento da tecnologia de informação, através do desenvolvimento de meios eletrônicos que possibilitam a troca imediata de posições financeiras entre os agentes econômicos, além da redução nos custos das operações financeiras. Dada a redução no tempo de reação para as mudanças de posição financeira dos agentes, a volatilidade do fluxo de capitais entre diferentes países tem aumentado substancialmente. Isso ocorre, devido a duas questões: influxos excessivos que provocam a apreciação cambial e, também, volatilidade nos fluxos de capitais. Por isso, há necessidade em discutir se o controle de capitais é a melhor opção ou se a esterilização, mesmo que custosa, seria a medida mais eficaz, ou ainda, se medidas prudenciais seriam suficientes para conter esses influxos.

O debate em torno do controle de capitais e também em relação a liberalização ganhou forças depois dos anos 90 com a criação de controle de saída de capitais, adotado pela Malásia. Enquanto alguns países adotavam controle de entradas de capitais (como Chile e Colômbia), alguns recorriam a medidas corretivas para tratar de uma crise já instalada (Carvalho, 2005).

A entrada de capitais em países emergentes tem sido maior se comparada às economias mais avançadas. Isso ocorre uma vez que, com as mudanças nas condições de financiamento globais, taxas de juros mais altas e diminuição da aversão ao risco, foi facilitada a entrada de divisas estrangeiras em economias menos avançadas.

Com o intuito de minimizar os possíveis efeitos da volatilidade causada pelo fluxo externo de capitais que podem mudar de direção em virtude de mudanças no cenário econômico internacional, foram criadas medidas econômicas discricionárias realizadas pelos governos nacionais para combater uma massiva saída de capitais de determinado país em um curto período de tempo. Essas medidas são de diferentes naturezas e impactam a movimentação dos capitais em diferentes modalidades (Fritz; Prates, 2012).

Dessa forma, as economias mais integradas com mercados financeiros globais devem adotar políticas para preservar a economia doméstica e também ter força financeira para lidar com a volatilidade dos fluxos de capitais (Paula et al, 2012).

Um exemplo de força financeira seria a adoção de uma política capaz de retirar o efeito do excesso de moeda estrangeira em circulação, por meio da emissão de títulos públicos, de modo a evitar uma expansão maior na base monetária. Esse processo é chamado de esterilização e é feito por meio da compra da moeda estrangeira emitida em contra partida a títulos públicos<sup>1</sup>. O acúmulo de reservas cambiais pode ser visto como um seguro contra choques externos negativos e especulação sobre a moeda local, uma vez que países emergentes normalmente possuem acesso limitado ao mercado internacional de capitais.

Outro método bastante utilizado por países emergentes é a barreira à entrada de capitais que consiste basicamente em introduzir impostos e tarifas na entrada da moeda estrangeira, ou ainda, algum controle administrativo sobre entrada de capitais. Entretanto, um efeito negativo dessa prática, segundo alguns economistas, é que ela pode gerar a volatilidade nos fluxos de capitais, fazendo com que haja maior aversão ao risco dos mercados internacionais em relação ao país que utiliza tais práticas (Bastos et al, 2004).

Para evitar também o problema de fluxos excessivos de capitais estrangeiros, alguns países em desenvolvimento optam pela “Quarentena”, cujo processo exige, por meio de norma específica, que o capital externo destinado a determinado país fique um período mínimo de tempo. Com isso, dificulta-se o retorno do capital investido em casos de crises econômicas dentro deste prazo estabelecido, mas também tem um efeito negativo atrelado que pode afastar possíveis investidores do setor produtivo de tal economia, uma vez que na prática encarece e dificulta a entrada e saída de capitais estrangeiros.

O ingresso de capitais externos é tido como importante em nações onde as taxas de investimento e de poupança são baixas. Geralmente, são economias emergentes que precisam de investimentos para ampliar suas estruturas econômicas. Como não há um sistema de crédito satisfatório nesses países, a alternativa é captar dinheiro de fora. Contudo, os países em desenvolvimento ficam mais vulneráveis às crises econômicas externas dada a volatilidade inerente do processo em si, causada pela alteração nos diversos cenários econômicos externos.

---

<sup>1</sup> De modo a manter as taxas de juros nos níveis desejáveis pelo governo, de modo a não comprometer os objetivos de política monetária.

Em paralelo a isso, os países desenvolvidos se sentem atraídos em investir em economias emergentes devido à taxa de juros mais alta alinhada ao aumento do apetite de arriscar mais.

O investidor estrangeiro pratica a operação chamada de “arbitragem”, que ocorre em virtude do diferencial positivo das taxas de juros interna e externa, e ainda pode tirar proveito de variação na taxa de câmbio. Ele obtém o capital a taxas de juros menores em países mais desenvolvidos e aplica em países que possuem taxas de juros maiores, que é o caso da maioria dos países emergentes. Os países menos desenvolvidos, por sua vez, tendem a necessitar de taxas de juros mais altas justamente para atrair investimento externo, com a finalidade de ter disponível maiores quantidades de capital para investimento no setor produtivo e para equilibrar seu balanço de pagamentos.

O Brasil hoje é um país superavitário no seu balanço de pagamentos. Entretanto, essa ocorrência leva a uma valorização excessiva da moeda nacional, o que proporciona vários efeitos colaterais na economia, como a menor atratividade das exportações causadas por esta valorização e consequente perda de competitividade.

Daí o interesse em parte dos “policy makers” em desvalorizar a moeda nacional frente a outras moedas, com o intuito de gerar maiores ganhos com as exportações.

O principal ponto de debate é que o FMI trata o controle de capitais como algo passageiro e que deve ser adotado mediante à necessidade de cada economia (Carvalho, 2005). A liberalização deve ser algo a ser adotado em longo prazo. Entretanto, diversos argumentos apresentados nesse trabalho apontaram para o sucesso do controle de capitais e a sua possível adoção em diversos países.

De acordo com a publicação do Fundo Monetário Internacional em 2011, “*International Capital Flows: Reliable or Fickle?*”, é possível perceber que os fluxos de capital internacional têm oscilado bastante nos últimos anos.

Durante a última crise de 2008, os fluxos caíram drasticamente em países emergentes. Entretanto, foi possível observar que a entrada de capitais nessas economias recuperou seu impulso ascendente em pouco tempo. Isso ocorreu devido à instabilidade (e lenta recuperação) das economias avançadas perante a crise, bem como o fortalecimento dos países em desenvolvimento ao atrair investidores estrangeiros em função de sua melhor avaliação de risco em relação a esses países,

em função do maior crescimento econômico e da redução na vulnerabilidade externa.

Essa grande entrada de capitais estrangeiros em países emergentes tem sido vista com entusiasmo e ao mesmo tempo preocupação (Bastos et al, 2004). O ponto positivo é que o capital externo pode fornecer o financiamento das empresas mais diretamente no caso de empréstimos bancários e indiretamente na entrada de recursos no mercado de capitais. Entretanto, o lado negativo é que esse aumento da entrada de capitais pode fazer com o que os fluxos de capitais flutuem de maneira imprevisível, gerando maior volatilidade na economia como um todo e causando excessiva valorização da moeda nacional, o que torna o conjunto do custo de produção mais alto e também dificulta o aumento das exportações dos países em desenvolvimento, como já assinalado anteriormente.

O principal objetivo dessa dissertação é responder as seguintes perguntas:

- 1) Os controles de capitais foram e têm sido eficazes no Brasil?
- 2) O Brasil tem seguido o seqüenciamento proposto pelo FMI<sup>2</sup> ao adotar controles de capitais?
- 3) Os controles de capitais no Brasil são endógenos?
- 4) A liberalização econômica favorece o crescimento econômico de um país?

No capítulo seguinte será abordada a resenha da literatura sobre controle de capitais utilizada para a execução desse trabalho. Serão citados os principais artigos, livros e trabalhos que contribuíram para chegar ao resultado final apresentado nessa dissertação. Nessa seção serão analisados a liberalização financeira e os controles de capitais, bem como a visão do FMI *versus* críticos.

No terceiro capítulo, serão avaliadas algumas experiências internacionais selecionadas sobre controle de entrada de capitais, que é o foco de interesse dessa dissertação. Serão citadas medidas adotadas em quatro países, seus objetivos e resultados. Essa será a base para que seja discutida, no capítulo seguinte, a experiência recente de controles de capitais no Brasil.

No quarto capítulo dessa dissertação serão analisados a liberalização e os fluxos de capitais no Brasil, bem como o controle de capitais a partir dos anos 90.

---

<sup>2</sup> Para o FMI, o país deve ter primeiro uma boa política macroeconômica, depois deve adotar uma supervisão prudencial dos capitais e por último controlar a entrada de capitais.

Será estudada uma avaliação da literatura sobre controles de capitais no Brasil e a avaliação crítica desses controles.

Por fim, no último capítulo dessa dissertação a título de conclusão, se efetua um balanço se os controles de capitais têm sido eficazes no Brasil e se o país tem seguido o seqüenciamento sugerido pelo FMI.

## 2. RESENHA DE LITERATURA SOBRE CONTROLE DE CAPITAIS

O tema controle de capitais não é algo que pode ser discutido sozinho. Em primeiro lugar, controles de capitais não são um fim em si mesmo, mas sim um instrumento normalmente visto como “não-convencional” de política econômica. Ou seja, ele é um meio, nunca um objetivo em si mesmo. Em segundo lugar, ele está inserido em um contexto histórico mais amplo de evolução da economia mundial. Para entender e, até mesmo, discutir sua validade, é preciso, antes de tudo, analisar o cenário da globalização.

Com a globalização - entendida como um processo de integração dos mercados nacionais, de intensificação nos fluxos de mercadorias e capitais entre países e maior interdependência econômica entre países - a transferência de capitais se tornou mais fácil e rápida. As legislações de vários países se tornaram mais brandas para permitir a entrada do capital externo (Stiglitz, 2004). Esta tendência esteve associada ao processo de desregulamentação dos mercados e adoção de políticas neoliberais nos países desenvolvidos na década de 80 e em países em desenvolvimento.

A globalização financeira, em particular, refere-se ao aumento no volume e na velocidade de circulação de recursos monetários nos mercados: a relação total de ativos e passivos financeiros internacionais sobre PIB cresceu de 50% em 1970 para 330% em 2007 (Wolf, 2007), e à tendência à criação de um único mercado mundial de dinheiro e de crédito com rompimento das fronteiras dos mercados entre os países e dentro dos sistemas financeiros (Ferrari-Filho e Paula, 2006).

Greenville (2000) sugere a existência de um problema de integração assimétrica relacionada ao processo de globalização financeira: países emergentes apresentam fluxos de capitais muito maiores e mais voláteis em relação ao tamanho dos mercados financeiros domésticos, gerando maior volatilidade cambial em tais países em relação aos países desenvolvidos, que possuem mercados financeiros e cambiais bem mais profundos.

Assim, com a liberalização financeira, apesar de benéfica para alguns setores, a entrada de capitais foi facilitada e acabou ocorrendo de maneira desenfreada em muitos países emergentes, cujas ferramentas prudenciais nem sempre deram conta de conter esse movimento repentino, sendo necessária muitas



vezes a discussão sobre adoção do controle de capitais, enquanto mecanismo de proteção frente aos movimentos intensos e abruptos de capitais externos.

Dessa forma, o objetivo desse capítulo é analisar o processo de liberalização financeira, seus supostos benefícios e crítica, a justificativa para implementação de controles de capitais e seus tipos, mostrar a visão do FMI perante o tema de gerenciamento de capitais *versus* os economistas que criticam a opinião do Fundo e, no final da dissertação, examinar especificamente a literatura sobre controle de capitais no Brasil.

## **2.1. Discurso sobre liberalização financeira**

O cenário de crises cambiais ocorridas na década de 90 – crise mexicana, crise asiática, crise russa, etc - foi responsável pela realização de estudos para avaliar os efeitos da liberalização da conta capital sobre crescimento econômico e estabilidade macroeconômica para os menos desenvolvidos. Como esse estudo não tem mostrado resultados significativos, o questionamento sobre o processo de liberalização financeira aumentou. Os economistas que defendem a visão de liberalização acreditam que ela deve ser feita de maneira gradual, a partir da existência de algumas pré-condições, como um sistema financeiro desenvolvido, bom governo e políticas macroeconômicas consistentes. (Paula et al, 2012).

Para alguns economistas, a liberalização proporciona benefícios para países em desenvolvimento, uma vez que estes podem se beneficiar da exportação de poupança das nações mais desenvolvidas. Por sua vez, seguidas crises em diversos países acabaram impedindo que o movimento liberalizante continuasse (Carvalho; Sicsú, 2004).

Paula et al (2012) identificam os principais benefícios da liberalização para países emergentes, conforme pode ser visto no Quadro 1.

Quadro 1 - Benefícios e Consequências da Liberalização

Benefícios da Liberalização	Respectiva Consequência
Maior acesso a mercados externos financeiros	Proporcionando melhores oportunidades para países dividirem o risco macroeconômico e suavizar o consumo
Maior acesso ao "know-how" tecnológico por meio do investimento direto estrangeiro	Proporcionando melhoria na produção e na tecnologia
Maior especialização da produção	Levando ao aumento da produtividade
Desenvolvimento do setor financeiro	Estimulando melhores práticas bancárias por meio da entrada de bancos estrangeiros sobre a oferta de crédito

Fonte: Elaboração própria com base em Paula et al (2012, p. 2-5)

O maior acesso a mercados externos financeiros proporciona melhores oportunidades para países dividirem os risco macroeconômico e com isso suavizar o consumo. A suavização do consumo ocorre, uma vez que cada país, com a integração financeira internacional, passa a ter acesso a fontes de financiamento externas que podem se contrapor a uma contração do crédito doméstico. Esse benefício ocorre, normalmente, a custos menores de capitais, devido à melhor alocação de risco. Outra consequência desse fator é o aumento da eficiência na alocação de poupanças no mundo. A maior especialização da produção proporciona um aumento da produtividade, devido ao melhor gerenciamento de risco. Ou seja, os produtos são gerados com qualidades melhores. Já o investimento direto estrangeiro que proporciona maior acesso ao "know-how" tecnológico é responsável pelo benefício da transferência de tecnologia entre as principais economias. Por fim, a pressão para uma melhoria na supervisão financeira dos mercados financeiros domésticos, bem como, políticas macroeconômicas consistentes estimuladas pela disciplina do mercado são outros fatores que podem ser vistos como benefícios da liberalização econômica (Paula et al, 2012).

Desta forma, para os economistas que defendem a liberalização, esta é vista como caminho inevitável para o desenvolvimento.

Na literatura internacional é possível encontrar alguns argumentos favoráveis à liberalização dos movimentos de capitais, inspirados na teoria dos mercados eficientes. Nessa teoria, os preços refletem toda a informação disponível para os agentes econômicos que, por sua vez, fazem o melhor uso das informações disponíveis em suas previsões dos preços futuros dos ativos. (Paula et al, 2012).

As críticas à liberalização vêm de vertentes ligadas ao keynesianismo. Para Tobin (1978), em contexto de globalização financeira, o problema dos países emergentes não está associado fundamentalmente à escolha de regimes cambiais, mas sim à excessiva volatilidade dos fluxos de capitais. A volatilidade dos fluxos de capitais diminui o grau de liberdade na condução da política econômica (monetária e fiscal), ou seja, constrange a adoção de políticas domésticas autônomas.

Kaplan e Rodrik (2001), por sua vez, afirmam que a existência de assimetria de informações impede que a liberalização financeira resulte em melhoria no bem-estar. De fato, a existência de informação assimétrica gera custos de obtenção de informação e impede a eficiente precificação e alocação de recursos. Assim, fluxos de capitais seriam caracterizados por “manias e pânico”, comportamento de manada, contágios irracionais, etc. Stiglitz (2000) sustenta que fluxos de capitais são fundamentalmente pró-cíclicos, exacerbando as flutuações econômicas. Assim, a liberalização expõe países às vicissitudes associadas às mudanças nas circunstâncias econômicas fora do país e torna o país sujeito às mudanças de humores repentinas dos investidores e prestadores externos, que podem resultar em saídas abruptas de capitais. Mercados financeiros e de capital são essencialmente diferentes dos mercados ordinários de bens e serviços, devido à existência de informação imperfeita e assimétrica característica desses mercados.

Os economistas que são favoráveis à liberalização financeira argumentam que as melhorias seriam semelhantes aos ganhos obtidos com o comércio de bens. Entretanto, mercados financeiros são diferentes dos mercados de bens, por conta da existência de informação imperfeita.

Economistas pós-keynesianos também rejeitam a hipótese dos mercados eficientes e das expectativas racionais para explicar o comportamento dos mercados financeiros. Nesta perspectiva, práticas especulativas de curto prazo, e não os fundamentos de longo prazo, determinam os preços dos ativos. No caso de mercados financeiros globais, sob condições de mobilidade de capitais, a taxa de câmbio passa a ser cada vez mais determinada pelas decisões de portfólio dos investidores internacionais. Assim, fluxos de capitais passam a ter uma forte influência sobre os mercados cambiais (Paula et al, 2012).

Existe um favoritismo para a liberalização cautelosa. Isto porque o argumento teórico de que mercados financeiros internacionais são eficientes e que, na ausência de controles, os capitais seriam alocados da melhor forma possível, não pode ser

comprovado. De acordo com a incerteza keynesiana, que enfatiza a incerteza irremediável que cerca as transações com ativos financeiros e de capital, e segundo a noção de informação assimétrica, que enfatiza a imperfeição em mercados financeiros, é possível defender a teoria de que os capitais podem não ser alocados de maneira correta e, sobretudo, podem causar instabilidade econômica.

Dessa forma, é possível concluir que os keynesianos não são a favor da liberalização integral sem controle sobre a conta de capital, uma vez que pode implicar em um efeito instabilizador sobre economias emergentes, tornando os países mais vulneráveis em períodos de crises e resultando em efeitos duvidosos sobre o crescimento econômico.

Logo, nada garante que a liberalização é capaz de tornar as economias em desenvolvimento mais eficientes. Na verdade, se ela não for feita de maneira cautelosa, pode acabar expondo países menos desenvolvidos à instabilidade e crises econômicas (Carvalho; Sicsú, 2004).

## **2.2. Objetivo e tipos de controle de capitais**

A expressão controle de capitais significa todo e qualquer instrumento de intervenção no movimento dos capitais entre as fronteiras nacionais (Carvalho; Sicsú, 2004). Os controles de capitais surgiram depois da crise de 1930 com o objetivo de preservar economias da volatilidade econômica internacional (Cooper, 1999). Uma definição ampla de controle de capitais inclui todo e qualquer instrumento de intervenção na livre movimentação de capitais através das fronteiras nacionais. Incluem depósitos compulsórios sobre entradas de capitais, impostos sobre entradas e/ou saídas de recursos financeiros, imposição de restrições quantitativas sobre fluxos de capital (inclusive proibição), etc. Já em uma definição mais restrita exclui restrições à circulação do capital, como sistemas de câmbio múltiplo, restrições regulatórias ao endividamento externo, etc.

As economias emergentes continuam enfrentando inúmeros desafios em gerenciar a conta de capital e a crescente entrada de capitais estrangeiros. Existem circunstâncias cujo controle de capitais formou parte de uma resposta política dos

surtos dos ingressos de moeda estrangeira em países em desenvolvimento (Ostry et al, 2011).

A gestão adequada dos fluxos de capitais internacionais, especialmente para países emergentes, é essencial para se proteger de crises financeiras com seus altos custos econômicos e sociais (Fritz; Prates, 2012).

A economia global tem sido marcada mais recentemente, de um lado, pela turbulência financeira e por fortes recessões em economias mais avançadas e, por outro lado, pelo avanço em termos financeiros das economias emergentes.

É nesse cenário que ocorreu um aumento do fluxo de capitais financeiros para países emergentes, principalmente após a crise de 2008, atraídos pelos elevados diferenciais de juros e redução do risco-país nos países emergentes. Ainda que mais recentemente, terceiro trimestre de 2011, devido à crise do euro, esses fluxos tenham diminuído, é possível afirmar que tais economias emergentes estejam enfrentando um longo período de elevada entrada de capitais estrangeiros<sup>3</sup> (Fritz; Prates, 2012).

Uma das mais importantes justificativas para se aplicar controle de capitais é para prevenir economias emergentes de uma possível crise econômica, uma vez que a gestão eficaz sobre os fluxos de capitais internacionais pode aumentar o espaço da política macroeconômica das economias afetadas.

Regular a entrada de capitais pode ajudar a alvejar a taxa de câmbio para um nível satisfatório de modo que não seja prejudicada pela competitividade internacional e também a reduzir os riscos associados com mercado internacional (Fritz; Prates, 2012).

Dessa forma, o objetivo e a justificativa para adoção do controle de capitais são claros e necessários para diminuir a vulnerabilidade dos países emergentes mediante às crises econômicas e aumentar o grau de liberdade dos governos nacionais para adoção de políticas econômicas autônomas.

Com relação aos tipos de controles de capital, em geral, existem dois tipos básicos, segundo a natureza do fluxo: controle à entrada e controle à saída de capitais (Bastos et al, 2004).

O controle à entrada de capitais tem caráter mais preventivo, buscando afetar a composição dos fluxos de capitais e arrefecer a intensidade de tais fluxos em

---

<sup>3</sup> Ainda que mais recentemente tal movimento tenha arrefecido por conta de maior incerteza no cenário internacional.

períodos de *boom*, evitando uma apreciação excessiva do câmbio real. Já o gerenciamento à saída permite quebrar ligação entre taxas de juros doméstica e internacional e reduzir a velocidade de saída de capitais quando um país se defronta com a possibilidade de uma retirada repentina de capitais; de modo geral, é adotado em períodos mais emergenciais, como durante crises econômicas e ataques especialmente à moeda doméstica.

A seguir, serão apresentados os tipos de controles de capitais adotados em cada país e a sua respectiva descrição.

Quadro 2 - Tipos de Controles de Capitais

Países	Tipos de Controles de Capitais	Período	Descrição
Brasil	Imposto sobre Operações Financeiras (IOF)	Até os dias de hoje	É um controle feito via preço adotado na entrada do capital externo no País. É um gerenciamento endógeno, ou seja, o governo reage aumentando o controle nos períodos de grande fluxo e liberalizando nos períodos de crise. (Silva; Resende, 2010)
Chile	Quarentena	Entre 1991 e 1998	Pode ser considerado um controle de entrada e de saída, uma vez que consiste em proibir a saída do capital estrangeiro por um período estipulado na sua entrada.
China	"Crédito orientado, taxas de juros "reprimidas" em níveis baixos, câmbio depreciado, protecionismo seletivo, planejamento de investimentos estatais e negociação do direcionamento do investimento direto estrangeiro (green field)." (Bastos et al, 2004)	Entre 1997 e 1998	São controles duradouros e extensivos que não são bem vistos pelo FMI. São controles diretos que envolvem regras detalhadas e que são administrados por um complexo órgão fiscalizador.
Coréia do Sul	Limites de empréstimos para moedas estrangeiras	2010	Consiste em limitar a entrada do capital, proibindo que seja pego um empréstimo estrangeiro maior do que o permitido.
Malásia	Bloqueio à saída de recursos de residentes e aplicações estrangeiras de portfólio foram impedidas de serem repatriados por um período fixo.	Entre 1998 e 1999	Tais controles não previnem a entrada de capitais, contudo limitam o efeito da crise financeira. Eles são conhecidos como controles à saída do capital. (Bastos et al, 2004)
Turquia	Aumento da cota de depósitos que os bancos tem de fazer para o Banco Central, caso a operação seja feita em moeda estrangeira.	2010	No caso da Turquia, esse aumento passou de 10 para 11% nos últimos anos.

Fonte: Elaboração própria

### **2.3. Literatura empírica internacional sobre liberalização financeira e controle de capitais**

Vários estudos empíricos<sup>4</sup> procuram avaliar a relação de crescimento econômico e liberalização da conta de capital, mas também a relação com crises econômicas e com a volatilidade dos fluxos de capitais.

As evidências empíricas não mostram uma forte relação entre liberalização financeira e crescimento econômico. Prasad et al (2003, p.32), do FMI, revelam que dos 14 estudos feitos entre 1992/2002 apenas três deles mostram um efeito positivo entre essas duas variáveis. Por outro lado, os outros 11 não encontram nenhum efeito significativo. Prasad et al (2003) concluem, portanto, que “é difícil estabelecer uma relação causal forte, robusta e uniforme entre grau de integração financeira e desempenho do crescimento do produto”.

Já estudo feito por Eichengreen e Leblang (2002) sustenta que “o impacto da liberalização da conta capital é mais provável ser positivo quando os mercados financeiros domésticos são bem desenvolvidos e regulados e a operação do sistema financeiro internacional é suave e estável”.

Por fim, Edwards (2001), ao avaliar a hipótese de que a liberalização da conta capital gera efeitos distintos em países de alta e baixa renda, no período 1973 a 1988, encontrou que a liberalização financeira estimulou o crescimento econômico dos países de alta renda, mas reduziu o crescimento no caso dos países de baixa renda.

Outros estudos também foram feitos com o objetivo de analisar se os países em desenvolvimento, que não adotavam controle de capitais, cresciam mais rapidamente, investiam mais ou apresentavam taxas de inflação menores. Os dados coletados para quase 100 países entre o período de 1977 a 1989 não ofereceram nenhuma evidência para tal conclusão (Rodrik, 1998).

Magud e Reinhart (2006) avaliam a literatura sobre controles de entrada sobre fluxos de capitais, e destacam que os principais objetivos do controle de capitais são:

- 1) Reduzir o volume de fluxos de capitais;

---

<sup>4</sup> Normalmente utilizando dados em painel e medindo a integração financeira internacional através de índices variados.

- 2) Alterar a composição de fluxos de capitais (para fluxos de maior maturidade);
- 3) Reduzir as pressões da taxa de câmbio real;
- 4) Permitir uma política monetária mais independente.

O estudo empírico feito pelos autores acima citados consistiu em avaliar artigos de outros autores e verificar se os objetivos mencionados anteriormente foram evidenciados em tais trabalhos.

Dessa forma foi possível verificar que dos 22 artigos analisados, 16 deles retornaram que existe alteração da composição dos fluxos de capitais (para fluxos de maior maturidade) ainda que em curto prazo. Os outros seis artigos não retornaram essa análise ou foi visto uma resposta negativa.

Com relação à redução às pressões da taxa de câmbio real, dos 22 artigos, apenas seis retornaram uma análise positiva. Entretanto, em grande parte dos trabalhos (sete deles) essa variável não foi analisada ou mencionada.

A grande descoberta foi feita ao verificar se os controles de capitais permitem uma política monetária mais independente. Dos artigos analisados mencionados anteriormente, apenas dois retornaram uma resposta negativa, em outros 11 foram visto que *o gerenciamento da conta de capital foi responsável por uma política monetária mais independente* e os outros 9 não analisaram tal variável.

Com isso, é possível verificar que muitos autores defendem a utilização de controles de capitais, visto que acreditam na melhoria da política monetária e de outras variáveis em questão (Magud e Reinhart, 2006).

Paula et al (2012) afirmam, inclusive, que alguns estudos apresentam resultados que podem elucidar a relação entre liberalização financeira e crescimento econômico. Alguns autores - como mencionado acima - sugerem que o impacto da liberalização financeira é positivo somente quando os mercados financeiros domésticos são bem desenvolvidos. Tal liberalização pode ser negativa quando os mercados financeiros estão sujeitos à crise.

A liberalização pode ser benéfica em países onde as economias doméstica e internacional são bem desenvolvidas. Entretanto, para economias emergentes, os estudos comprovam que controles de capitais, quando bem empregados, funcionam como uma maneira para evitar crises financeiras e permitir uma política macroeconômica mais independente.



## 2.4. Visão do FMI *versus* críticos

Os controles de capitais surgiram depois da crise de 1930, tendo sido uma das peças centrais do arranjo cambial estabelecido no Sistema de Bretton Woods, instituído a partir de 1944 (Cooper, 1999). Levou-se muito tempo para acabar com o gerenciamento da conta de capital nos países<sup>5</sup>. Na Europa ocidental, por exemplo, a barreira à circulação de capitais só acabou nos anos 90. Existia uma pressão sobre os países para que acompanhassem as tendências liberalizantes do industrialismo.

Em geral, historicamente, o FMI adotava uma postura contra a adoção de controle de capitais. Mais recentemente, perante a um cenário de seguidas crises econômicas, o FMI passou a reconhecer que a manutenção de certos controles poderia ser tolerada. Entretanto, tais controles deveriam ser temporários e limitados, de modo que a liberalização pudesse ser retomada mais adiante.

Confessadamente, o FMI assume que tal postura de controles temporários e limitados deve ser estudada no caso de economias em níveis intermediários de desenvolvimento financeiro (Carvalho; Sicsú, 2004).

Segundo as autoras Prates e Fritz (2012), o FMI defende o uso de controle de capitais em casos onde outras ferramentas mais prudenciais já foram utilizadas e não funcionaram, ou seja, deve ser um recurso de última instância.

O primeiro passo seria ter uma boa política macroeconômica. Se tal política não fosse suficiente para conter os problemas ocasionados pelo fluxo excessivo de capitais estrangeiros em uma determinada economia, a supervisão prudencial deveria ser adotada, como, por exemplo, conter os diferenciais das taxas de juros ou desvalorizar o câmbio. A última etapa desse seqüenciamento, se nenhum dos passos anteriores fosse bem sucedido, seria o gerenciamento da conta de capital.

Segundo o ex-diretor de pesquisas do FMI, Kenneth Rogoff (2011), por um lado é reconhecido o desejo de impedir o controle de capitais e, por outro, o Fundo reconhece que controles limitados e temporários, para certo tipo de economias, merecem ser discutidos e avaliados (Ostry et al, 2011).

Em 1997, na assembléia anual do FMI, foi aprovada a remoção do artigo 6 do estatuto do Fundo, que legitimava a adoção de controles. Entretanto, a crise

---

<sup>5</sup> Mesmo após o fim do Sistema de Bretton Woods no início da década de 70.

asiática, seguida pela crise russa, pela brasileira e por várias outras, acabou impedindo que o movimento liberalizante continuasse. (Carvalho; Sicsú, 2004).

Os economistas mais ortodoxos são contra as técnicas e gestão de controle de capitais. Entretanto, como assinalado, o próprio FMI vem revendo sua postura em relação ao gerenciamento da conta capital (Fritz; Prates, 2012).

Nos dias de hoje, o FMI defende que o controle de capitais deve ser adotado apenas quando as ferramentas comuns (como reduzir o diferencial da taxa de juros ou desvalorizar o câmbio) são insuficientes ou não solucionam o problema em tempo hábil (Ostry et al, 2011).

Pela visão do FMI, o controle de capitais pode ser útil para preservar a economia interna de uma entrada desenfreada de capitais externos. Contudo, é preciso ter certeza de que todas as ferramentas prudenciais foram utilizadas antes de impor o gerenciamento de capitais. Uma vez que, se por um lado, o gerenciamento da conta capital ajuda a reduzir a vulnerabilidade das economias em questão, por outro lado, pode ser responsável também por impedir a entrada de “bons” capitais, oriundos dos avanços tecnológicos e da produção em grande escala. O FMI também defende que os controles de capitais não devem fazer discriminação entre residentes e não residentes, de modo que todo gerenciamento adotado deve ser feito com base nos dois cenários (Ostry et al, 2011).

O Fundo reconhece que o controle de capitais deve ser adaptado às necessidades de cada país. Deve ser estudado quando a intervenção deve ser temporária e o que deve ser feito em cada situação, uma vez que, muitas vezes, o capital pode entrar sem o conhecimento do sistema financeiro regulamentado. Isto acontece, por exemplo, nos casos de IDE<sup>6</sup> onde uma empresa matriz (fora do país) investe seu capital em sua filial.

Dessa forma, é possível concluir que, pela visão do FMI, não existe uma aceitação muito clara e explícita no que se diz respeito à adoção de controles. Sendo a favor da liberalização, o Fundo, apenas reconhece e permite o uso do gerenciamento da conta de capital, como um instrumento temporário, quando outras medidas mais convencionais já tenham sido utilizadas com exaustão e de forma temporária, sendo específica para cada país<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Investimento Direto Estrangeiro

<sup>7</sup> Ademais, seu uso deve ser não discriminiais e temporais.

Contrários a essa posição, muitos economistas da linha keynesiana, acreditam que o controle de capitais deve ser adotado, junto com outras ferramentas prudenciais, de forma a evitar crises e reduzir o impacto dos ciclos econômicos.

Muitos desses economistas têm como base o argumento de que os estudos referentes ao crescimento econômico associado à liberalização são inconclusivos, como já assinalado anteriormente (Paula et al, 2012).

Para os estudiosos a favor do gerenciamento da conta capital, os controles ajudam a prevenir crises econômicas. Segundo Silva e Resende (2010, p. 624): “Estudos recentes sugerem a adoção de medidas restritivas sobre os fluxos de capitais como uma alternativa viável para esse propósito.”

É argumentado que o controle da conta de capital pode ser uma chave importante para o crescimento econômico sustentado, principalmente para economias emergentes, marcadas pela instabilidade nos fluxos de capitais (Silva; Resende, 2010).

Muitos economistas argumentam que os controles de capitais já foram adotados com sucesso em diversos países. Portanto, a aplicação para o caso de economias emergentes e, principalmente, para o Brasil seria viável e desejável (Paula et al, 2012).

## **2.5. Conclusão**

Críticos da liberalização financeira argumentam que a teoria dos mercados eficientes é enganosa quando aplicada a fluxos de capitais, pois na prática mercados financeiros são imperfeitos ou intrinsecamente instáveis.

Fluxos de capitais podem impor uma enorme externalidade negativa sobre crescimento e estabilidade macroeconômica, o que sugere a adoção de uma estratégia gradualista de integração financeira internacional e uso de mecanismos de “defesa”, como política de acumulação de reservas cambiais e uso de controles de capitais.

Uma conclusão interessante que pode ser extraída da literatura existente é que a causalidade entre liberalização financeira, desenvolvimento financeiro e crescimento econômico pode ser inversa: países primeiro tiveram crescimento

econômico robusto e desenvolveram seu sistema financeiro para depois tomarem parte da integração financeira internacional. Foram vistos alguns tipos de controle de capitais adotados em diferentes países e em diferentes épocas. Isso ocorre devido ao fato de que não existe uma receita de bolo quando o assunto é gerenciamento da conta de capital. É preciso estudar cada caso para entender qual seria a melhor aplicabilidade para cada situação.

Como visto neste capítulo, o FMI ainda possui uma visão crítica com relação a barreiras à liberalização do capital estrangeiro. Os críticos, por sua vez, defendem que o controle de capitais é necessário para proteger a economia em questão contra crises e vulnerabilidade externa.

O próprio Fundo já abriu exceções para certos países, aceitando que algum tipo de gerenciamento da conta de capital deveria ser feito por um tempo determinado para poupar certas economias de malefícios ocasionados pelo grande fluxo de capital externo atraídos pela diferenciação da taxa de juros. Tais controles, contudo, devem ser temporários e entendidos como “recurso de última instância”, isto é, usados após esgotar todos os outros instrumentos convencionais de política econômica (inclusive regulação financeira).

No próximo capítulo, será visto com mais detalhes, alguns controles de capitais em diferentes épocas e países.

### 3. ALGUMAS EXPERIÊNCIAS SELECIONADAS DE CONTROLES SOBRE ENTRADAS DE CAPITALS

Como visto anteriormente, os controles de capitais podem ser divididos em dois grupos, conforme a direção dos seus fluxos: controle sobre a entrada de capitais externos e controle sobre a saída de capitais. O primeiro é visto como uma maneira preventiva cujo objetivo é proteger a economia em questão de um fluxo excessivo de entrada de capitais durante um período de *boom* (Paula et al, 2003). O segundo pode ser visto como uma maneira de corrigir o que já aconteceu. Dado que o país em questão já sofre com a entrada massiva de capitais estrangeiros, a maneira de proteger a economia seria impondo regras para a sua saída, sobretudo em momento de ataques especulativos contra a moeda doméstica.

Além desses dois grupos, também é possível dividir, segundo a sua abrangência, o gerenciamento de controle de capitais entre controle seletivo, que cobre apenas algumas modalidades de operação financeira relacionada a fluxos de capitais externos, e controle extensivo, que cobre todas as operações financeiras (Paula et al, 2003).

Por fim, outra taxonomia de controles de capitais é sobre a característica dos mesmos: (a) Controles diretos ou administrativos, relacionados a limites quantitativos (estabelecimento de limites ou autorização especial para empréstimos externos) ou limites mínimos de maturidade; (b) Controles indiretos ou baseados em preços: impostos sobre fluxos entre países (para desestimular certos tipos de transação ou maturidades) ou requerimentos de reservas não-remunerados que tornam transações financeiras mais custosas.

Nesse capítulo, serão examinadas algumas experiências internacionais com relação ao controle sobre a entrada e saída de capitais, procurando extrair algumas lições e conclusões a partir de tais experiências.

### 3.1. Experiências internacionais

As experiências internacionais no gerenciamento da conta de capital são vistas como abundantes e podem ser divididas como controle de entrada de capital ou saída e ainda entre controle permanente ou temporário.

O Quadro 3, abaixo, resume algumas experiências internacionais com os países que adotaram controles de capitais e quais foram os tipos, de acordo com a classificação mencionada acima, utilizando para tanto informações disponíveis em Paula et al (2003).

Quadro 3 - Experiências Internacionais em Controles de Capitais.

Países	Período	Classificação do Controle de Capital
Brasil	1993-97	Experiências com o uso de controle de capitais para limitar as entradas de capital de curto prazo
Chile	1991-98	
Colômbia	1993-98	
Malásia	1994	
Tailândia	1995-97	
Malásia	a partir de 1998	Experiências com o uso de controle na saída durante crises financeiras
Espanha	1992	
Tailândia	1997-98	
Romênia	1994-96	Experiências de controle extensivo de câmbio durante crises financeiras
Rússia	1998-99	
Venezuela	1994-96	
China	Até os dias de hoje	Experiências com controles extensivos e permanentes
Índia	Até os dias de hoje	
Argentina	1991	Experiências de rápida liberalização de controle de capitais
Quênia	1991-95	
Peru	1990-91	

Fonte: Paula et al (2003)

#### 3.1.1 Chile

Como resposta às crises financeiras sofridas nos anos 80, as autoridades chilenas adotaram medidas com o objetivo de reformar a macroeconomia do Chile (Ariyoshi, 2000). Os objetivos principais dessa reforma macroeconômica do referido

país seriam reduzir a inflação e reduzir a entrada desenfreada de capital estrangeiro no país.

Nos anos 90, houve um grau elevado de incerteza mediante às medidas de controle de capitais adotadas pelo Chile. Alguns argumentavam que os controles empregados na referida década visavam diminuir a volatilidade dos fluxos de capitais, dando privilégio a capitais de maior permanência; outros acreditavam que o objetivo era impedir a apreciação do câmbio frente ao afluxo de capitais externos (Carvalho, 2005). Os controles de capitais no Chile nos anos 90 foram os mais estudados pela literatura internacional, tendo uma farta bibliografia sobre tal experiência.

A questão do ponto de vista da política macroeconômica no Chile era como compatibilizar uma taxa de câmbio semifixa, administrada para propósitos de estabilização de preços, com a autonomia necessária da política monetária no contexto de um regime de metas de inflação. Neste sentido, o Chile adotou em 1991 uma estrutura de controles de capitais que visava reduzir o massivo fluxo de capitais, que se intensificou para a América Latina ao início da década de 90 em função das baixas taxas de juros internacionais. Os fluxos de entrada de capitais ameaçavam a habilidade do banco central de manejar a taxa de câmbio dentro de uma banda administrada (“*crawling band*”), que objetivava reduzir a taxa de inflação para níveis internacionais.

Para tanto, o governo chileno buscou desestimular a entrada de capitais com características tidas como indesejáveis (em especial, capitais de curto prazo), instituindo um tempo mínimo de permanência do capital estrangeiro entrante (Carvalho, 2005). Ao longo da década de 90, o Chile adotou medidas de controle de capitais que visavam limitar a entrada de capital de curto prazo, combinando controles baseados no mercado (requerimentos de reserva de 30% na maior parte da década de 90) com controles administrativos (tempo mínimo para fluxos entrantes de não-residentes de um ano) e adotando ainda outras medidas que afetavam os fluxos de capitais, como a obrigatoriedade de *rating* mínimo “BB”<sup>8</sup> para emissão de títulos nos mercados internacionais e limitações da exposição dos bancos ao risco cambial (Paula et al, 2003). O controle com base no mercado era feito por meio da taxação indireta sobre os fluxos de capitais via requerimentos de reservas e o

---

<sup>8</sup> Para maiores detalhes ver (Matsumoto et al, 2011).

controle administrativo era feito com base em um tempo mínimo para os fluxos de entrada de capitais estrangeiros de não residentes no país.

Esses controles tinham como principais objetivos a diminuição do volume de capitais entrantes no país, desencorajando a entrada de capitais especulativos de curto prazo, bem como proporcionar uma maior autonomia da política monetária (Ariyoshi, 2000). Em particular, o objetivo de tais medidas era diminuir volume de capitais entrantes para reduzir a apreciação cambial; alongar a composição de capitais externos para maturidade maior; manter o diferencial de taxa de juros, de modo a aumentar a autonomia da política monetária. Segundo Paula et al (2003, p.81), o balanço dos resultados acerca da experiência chilena mostra que:

Ainda que não haja evidências conclusivas de que houve uma redução na magnitude do influxo de capitais no Chile, e que, conseqüentemente, tenha tido efeito sobre a taxa de câmbio real, há consenso de que o controle de capitais ajudou a alongar a maturidade média desses fluxos.

Ou seja, além de fazerem com que os capitais externos permanecessem por mais tempo no país, essas medidas foram responsáveis por aumentar a autonomia da política monetária do Chile.

A estratégia econômica do Chile em implementar controles de entrada de capital de uma maneira branda e amena foi bem vista pelo FMI e até mesmo aceita para adoção em outras nações que passavam pelo mesmo problema de entrada desenfreada de moeda estrangeira. A idéia de liberalização ainda é a ideal, no longo prazo, para o Fundo. Entretanto, pelo menos para aqueles países que ainda não estivessem prontos para a liberalização completa, os métodos de gerenciamento chilenos serviram como exemplo de modelo a ser adotado e aceito pelo FMI (Carvalho, 2005).

Durante a vigência dos controles de capitais no Chile, a capacidade de coletar impostos sobre fluxos de capitais foi crescente. Os controles de capitais no Chile foram, na prática, eliminados em 1998, pois havia perdido sentido em função da saída de capitais externos, no bojo da crise asiática e russa. Sob esse novo cenário, deveria haver mudanças nas restrições aos fluxos de capitais no Chile, utilizando outros tipos de controles mais apropriados para lidar com a saída de capitais (Paula et al, 2003).

Outro fator relevante da experiência chilena sobre controles de capitais é que as medidas adotadas negam a tese de que controle de capitais é uma iniciativa de



esquerda, uma vez que o governo, que era responsável pelas decisões econômicas nessa época, era um partido de centro-esquerda (Modenesi; Modenesi, 2006).

### 3.1.2 Colômbia

A Colômbia passou por um período de grande vulnerabilidade durante a segunda metade da década de 90, entre outros fatores, pelos persistentes déficits da conta corrente do país, assim como a apreciação da taxa de câmbio real do país (David, 2005).

A relação entre as reservas e total da dívida externa diminuiu significativamente desde 1996 e a razão entre a dívida externa e exportações também se deteriorou desde 1995. Tais quedas indicam que a liquidez da Colômbia foi pior nesse período.

A deterioração da posição externa da Colômbia durante a década de 90 foi causada pelo aumento das despesas do governo e do ciclo de expansão e recessão verificada entre 1991 e 1998 após o processo de liberalização externa (David, 2005). O período de *boom* de crédito do início dos anos 90 foi acompanhado por um aumento do endividamento privado que foi financiado, em parte, pelo capital estrangeiro.

Já no final da década de 90, o setor público recorreu a empréstimos estrangeiros para financiar seu déficit, tornando o país mais vulnerável a reversões nos fluxos de capitais, o que culminou em uma crise na moeda da Colômbia em 1999 (David, 2005).

Para conter esse período de liberalização externa e suas conseqüências negativas para a economia da Colômbia, o governo adotou medidas para conter a entrada excessiva de capitais estrangeiros no país. Os controles de capitais na Colômbia descritos abaixo foram citados por Reinhart e Magud (2006) como gerenciamento de entrada de capitais de curto prazo.

Inicialmente, em junho de 1991, foi adotado o imposto de 3% nas receitas cambiais de serviços pessoais prestados para o exterior, que poderiam ser reivindicados como crédito contra o imposto de renda. Em fevereiro de 1992, os bancos aumentaram a sua comissão sobre as compras de moeda de 1,5% a 5%.

Em 1993, a Colômbia adotou o sistema de reserva não remunerada sobre a entrada de capitais. Inicialmente, essas exigências de reservas só eram aplicadas a créditos com vencimento inferior a um prazo estipulado inicialmente (18 meses), com o valor do depósito originalmente sendo inversamente proporcional ao prazo do crédito. Por fim, a partir de dezembro de 1994, investimentos estrangeiros em mercados domésticos foram obrigados a permanecer na Colômbia por, pelo menos, um ano.

A Colômbia, junto com o Chile, foi um dos primeiros países da América Latina que utilizou controle de capital na década de 90. Esse controle tinha como objetivo evitar a apreciação real da taxa de câmbio, principalmente com o elevado fluxo de entrada de capitais estrangeiros (Terra e Soihet, 2006). Como mencionado acima, as medidas adotadas consistiam na aplicação de um imposto implícito ao financiamento estrangeiro.

Com a adoção dessas medidas, foi possível trazer mais autonomia para a política monetária da Colômbia e conter os problemas causados pela excessiva entrada de capital estrangeiro no país (Magud e Reinhart, 2006).

No artigo de Borges e Munhoz (2010), os autores citam Clements e Kamil (2009), analisando o caso da Colômbia como satisfatório na redução de pelo menos uma categoria de influxos de capitais. Além disso, estudos econométricos indicam que os controles de capitais foram bem sucedidos na redução de empréstimos estrangeiros. Com relação a resultados positivos sobre a taxa de câmbio, não existem evidências estatísticas para comprovar tal fato.

O cenário de crise financeira global contribui para o incremento do estudo do gerenciamento da conta de capital que pode ser visto como benéfico nos diversos casos citados.

### 3.1.3 Malásia

Segundo Modenesi (2006), a Malásia é uma monarquia parlamentar cujo Chefe de Estado é escolhido entre seus sultões de nove estados. O mandato é de cinco anos e o primeiro-ministro é escolhido entre os representantes do partido majoritário. É nesse cenário que, de 1981 a 2003, Mahatir Mohamad, então primeiro-

ministro, foi responsável por uma rápida transformação na economia malaia, tornando o país um dos mais poderosos do Leste Asiático.

O governo malaio adotou controle à entrada de capitais em 1994. Porém, foi o seu controle à saída de capitais que chamou atenção dos estudiosos sobre o tema (Modenesi; Modenesi, 2006).

Os exemplos de medidas adotadas para controlar a entrada de capitais em 1994 pela Malásia foram (Carvalho; Sicsú, 2004):

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

No final de 1994, as medidas foram mais relaxadas, uma vez que os principais objetivos foram alcançados. Dessa forma, posteriormente, a Malásia voltou a sofrer com os problemas da entrada desenfreada de capital externo (Carvalho; Sicsú, 2004).

A Malásia é um exemplo de país que adotou controle sobre a saída de capitais no contexto da crise asiática de 1997. Os elevados diferenciais entre as taxas de juros haviam iniciado uma intensa saída de capital. Com isso, o governo anunciou um conjunto de controle de capitais seletivos sobre fluxos de saídas, principalmente sobre portfólio e contas de depósito, mas sem restringir investimento direto estrangeiro (Paula et al, 2003).

Em 1994, a Malásia adotava controle de capitais para limitar a entrada de capitais estrangeiros em curto prazo. Entretanto, com a crise já instalada em 1997 foi necessário procurar uma nova medida corretiva para evitar uma contínua pressão especulativa contra a moeda malaia (o *ringgit*) e foi nesse cenário que o governo malaio desenvolveu o gerenciamento da saída de capitais no país (Ariyoshi, 2000).

O tema sobre controle de capitais, bem como a discussão em torno da liberalização econômica, tornou-se mais atraente em 1998, justamente com a adoção de controles pela Malásia. Era necessário tomar providências diante do aprofundamento da crise de balanço de pagamentos que começou no final de 1997 (Carvalho, 2005).

O governo malaio foi pioneiro, na década de 90, não somente na adoção de controles impeditivos de saída de capitais, mas também na reversão de processos de liberalização financeira. Movimentos de liberalização já haviam sido iniciados e revertidos antes, mas não nos anos 90 (Carvalho, 2005).

O impacto da ruptura malaia em interromper a liberalização por meio de rígidos controles de capitais, indo contra ao FMI, tornou-se um tema de debate e de pesquisa nesse campo. A Malásia era um dos tigres asiáticos, exemplo de sucesso e visão estratégica, ao ir contra o caminho da liberalização, acabou arriscando a imagem atrativa que as economias internacionais tinham do governo malaio. Entretanto, o próprio mercado financeiro voltou a investir posteriormente de forma maciça nesse país.

Os objetivos principais eram conter a especulação da moeda malaia e estabilizar os fluxos de capital de curto prazo.

As medidas principais adotadas foram, segundo Paula et al (2003, p. 82):

Liquidação forçada de contas *offshore* em *ringgit* por residentes e não residentes, um banimento na provisão de facilidades de crédito para não residentes, e o bloqueio de repatriação do capital de portfólio retido pelos não residentes por doze meses, além da restrição de transferências de capital por residentes.

Além dessas medidas, outras tais como, fixar a moeda doméstica em relação ao dólar americano (que era flutuante até Julho de 1997) e políticas monetárias e fiscais mais relaxadas foram adotadas.

Kaplan e Rodrik (2001), por sua vez, concluíram que a Malásia conseguiu melhores resultados em termos de desempenho do PIB, redução no desemprego, inflação e estabilidade financeira, ao ser comparada com a Coreia e com a Tailândia, países que tiveram ajuda no FMI e adotaram políticas aconselhadas por esta instituição, tendo tido uma recuperação econômica mais rápida e menos perdas em termo de empregos e salários reais. Além disso, a inflação também ficou abaixo em relação aos países mencionados nesse parágrafo.

Carvalho (2005) destaca que a Malásia tornou-se um caso privilegiado de estudo da eficiência de controles de capitais. Principalmente pelo sucesso que eles trouxeram para essa economia. Com o gerenciamento da conta de capital foi possível recuperar a economia da crise vivida nos anos 90 e, posteriormente, a Malásia continuou a ser atrativa para outras nações investirem seus capitais.

Dessa forma, é possível concluir que os controles de saída de capitais estrangeiros funcionaram na Malásia. Além de terem dado mais autonomia fiscal e monetária ao governo, e dado ensejo a uma mais rápida recuperação econômica, também permitiram o retorno de certa estabilidade no mercado financeiro.

#### 3.1.4 Uruguai

O Uruguai é um exemplo de país que nunca adotou controle de capitais para evitar os malefícios causados pela entrada desenfreada de capital estrangeiro na economia, que vinha ocorrendo em 2012. Assim, pela primeira vez em sua história, o Uruguai decidiu reduzir a entrada de capital especulativo no país.

Segundo Felício (2012): “A partir de Outubro [de 2012], os bancos que adquirem em nome de não residentes títulos públicos em pesos terão que acompanhar a aplicação de um depósito compulsório de 40%.”

Tal medida foi responsável por provocar uma desvalorização imediata do peso uruguaio em 1,5%. O Uruguai tornou-se um país atraente para receber investimento estrangeiro, uma vez que recebeu grau de investimento das empresas de classificação de crédito em abril de 2012 (Felício, 2012). Outro motivo adicional de entrada massiva de capital estrangeiro no país era devido à diferença da taxa de juros do Uruguai (mais elevadas) em relação a outras economias emergentes, já que o Banco Central do Uruguai foi um dos poucos na América Latina a elevar a taxa de juros para enfrentar as pressões inflacionárias em 2012.

A medida adotada tem caráter prudencial por se tratar de um controle de entrada de capitais. Como as aplicações de curto prazo, em geral, tendem a causar efeitos prejudiciais nas economias nacionais, o governo uruguaio pretende reduzir os fluxos de capitais de curto prazo que ameaçam a estabilidade da moeda e da economia. Ainda é cedo, contudo, para avaliar a eficácia da implementação de controle sobre entrada de capitais no Uruguai.

### 3.2 Conclusão

É possível verificar nesse capítulo que existem diferentes tipos de controles de capitais. O gerenciamento da conta de capital pode ser dividido mediante algumas classificações de acordo com as experiências internacionais.

Todos os países citados anteriormente, que adotaram controle de capitais, seja ele de entrada ou de saída, tiveram como principais resultados uma maior autonomia da política monetária, bem como, melhoria nos malefícios causados pela excessiva entrada de capital estrangeiro na nação.

Cada economia tem a sua experiência com relação a esse tema e não existe uma fórmula correta de adoção para cada país. Isso vai depender do cenário externo e da situação econômica de cada nação.

O controle sobre entrada de capitais pode ser visto como mais eficiente, uma vez que seu objetivo principal é prevenir a entrada massiva de capital estrangeiro nos países. Já o objetivo principal do controle sobre a saída de capital é visto como uma medida remediadora ao se perceber que a crise já está instalada.

A abundância de capital externo em um país é um problema e deve ser tratado, mas principalmente deve ser prevenido. E a melhor maneira para a prevenção de grande quantidade de moeda estrangeira nas economias – em especial nas emergentes – é o controle sobre a entrada de capitais, que se bem desenhado, pode ser um instrumento complementar útil para a política econômica, sobretudo quando se quer alcançar objetivos múltiplos.

A título de conclusão, um balanço sobre a eficácia de controles de capitais, mostra que tais controles:

a) devem ser abrangentes em seu alcance e fortemente impostos, para evitar re-denominação artificial de operações com o fim específico de evitar as restrições existentes.

b) devem cobrir principalmente entradas de capital de não-residentes e monitorar saída de capitais de residentes.

c) podem viabilizar políticas econômicas mais autônomas e maior estabilidade cambial, ou em casos excepcionais como um instrumento temporário em momentos de crises agudas de balanço de pagamentos, mas não devem ser

usados como instrumento permanente para cobrir políticas econômicas inconsistentes.

d) devem ser acompanhados por mudanças na política econômica e/ou por introdução de reformas financeiras (exemplo: aprimoramento da supervisão bancária). Regulações prudenciais são um importante complemento.

e) por fim, controles de capitais funcionam melhor quando são coerentes e consistentes com objetivos gerais do regime de política econômica, ou seja, quando são parte integral da visão econômica nacional.

#### 4. LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA E CONTROLE DE CAPITAIS NO BRASIL

A globalização financeira tem seu início desde a década de 70, influenciada por uma série de fatores que inclui o desenvolvimento do mercado de eurodólares, fim do sistema de Bretton Woods e das taxas de câmbio fixas (e a maior incerteza daí decorrente) e, posteriormente, a liberalização dos mercados financeiros e fluxos de capitais entre países (Paula, 2011).

Após a Segunda Guerra Mundial, o Brasil passou de uma economia essencialmente agro-exportadora para uma economia industrial. Depois do crescimento significativo entre os anos 50 e 70, a economia brasileira se estagnou na década de 80, devido a crise da dívida externa e a aceleração inflacionária. Nos anos 90, o Brasil, assim como outros países latino-americanos, passou a adotar políticas mais liberais, no contexto do que ficou conhecido como Consenso de Washington. Todos os países sofriam grande pressão do FMI para que fosse adotada uma postura de liberalização financeira (Paula, 2011).

Contudo, a liberalização financeira vivenciada no Brasil nos anos 90 - ainda que intensa - não foi tão forte quando comparada a outros países latino-americanos - como a Argentina - por exemplo. Nesta década a economia brasileira passou por um momento bom em relação à estabilidade de preços, no bojo do Plano Real, mas, ao mesmo tempo, ficou marcada por contágios de crises externas que tiveram efeitos prejudiciais sobre a volatilidade e crescimento do produto.

Neste capítulo analisamos o processo de liberalização financeira desde o início dos anos 90 e eventuais controles de capitais adotados a partir de então, assim como avaliamos a literatura empírica existente. O sentido geral foi de crescente liberalização da conta capital, entremeadas por curtas experiências de adoção de controles sobre a entrada de capitais.



#### **4.1. Liberalização financeira e controle de capitais no Brasil a partir dos anos 90**

No início dos anos 90, diversos países em desenvolvimento seguiam uma tendência liberalizante. As principais economias industrializadas já adotavam um molde de liberalização financeira, diferentemente do Brasil que teve sua conta de capital aberta tardiamente (Hermann, 2009).

No final dos anos 80, existia uma pressão por parte do FMI para que todos os países adotassem uma postura a favor da liberalização econômica. No início da década de 90, o Brasil apresentava uma tendência crescente rumo à liberalização recebendo fortes investimentos especialmente em curto prazo.

O modelo de política financeira liberalizante nasceu das críticas à política intervencionista, que era dominante entre os anos 50 e 70, especialmente em países em desenvolvimento que visavam proteger sua economia das crises externas (Hermann, 2009).

Historicamente, o Brasil teve um crescimento econômico estável do pós-guerra até o início dos anos 80, cuja média do crescimento do PIB real foi de 7% a.a. nesse referido período. O setor industrial, em particular o setor manufatureiro, foi responsável pela expansão da economia (Paula, 2011).

O processo de transição de um país essencialmente agro-exportador para um país industrializado, com um rápido processo de urbanização, acarretou concomitantemente um aumento da desigualdade social, bem como a manutenção das elevadas margens de pobreza. Esses resultados foram a base para as mudanças na economia brasileira.

Esse modelo de desenvolvimento foi denominado de “nacional-desenvolvimentista” ao Brasil, tendo como características básicas o papel ativo do Estado como planejador, financiador e agente produtor direto (infraestrutura e insumos básicos) e amplo protecionismo tarifário - e sofreu algumas críticas relacionadas à natureza incompleta de industrialização da economia brasileira, a inexistência de mecanismos de financiamento privado de longo prazo, papel subordinado do capital privado nacional, etc.

Segundo Paula (2011), a economia brasileira entrou em crise econômica no início dos anos 80, devido à crise da dívida externa que contribuiu para a

deterioração das finanças públicas e também para a aceleração da inflação. A crise econômica enfraqueceu a habilidade do governo brasileiro de intervir na economia e de adotar políticas econômicas estabilizadoras e estruturantes.

Segundo Stiglitz (2000), como já assinalado no capítulo 2, os fluxos de capital em países emergentes são marcadamente pró-cíclicos e maiores durante os períodos de *boom* econômico. Essas economias estão expostas a mudanças repentinas nas percepções dos credores e, também, dos investidores. Essas mudanças são capazes de aumentar a saída de capitais.

Alguns economistas defendem que a liberalização financeira foi responsável por aumentar a probabilidade de ocorrência de operações financeiras especulativas. Tobin (1978), como visto no capítulo anterior, acreditava que o maior problema macroeconômico decorrente da integração dos mercados financeiros é a mobilidade de capitais de curto prazo que reduz a autonomia dos governos nacionais. Com isso, a adoção de controle de capitais seria responsável por trazer à economia do país maior autonomia para alcançar objetivos nacionais em matéria de emprego, produto e inflação.

No final dos anos 80 e no início dos anos 90, foram introduzidas novas políticas, de natureza liberalizante, com o intuito de recuperar o crescimento econômico que havia estagnado durante a década perdida.

Com isso, no início dos anos 90, o Brasil decidiu por adotar medidas do Consenso de Washington<sup>9</sup>. Este consenso na sua concepção original (Williamson, 1990) estava baseado no seguinte decálogo:

1. Disciplina fiscal;
2. Redirecionamento de prioridades públicas com foco em alto retorno econômico e social;
3. Reforma tributária;
4. Liberalização da taxa de juros;
5. Taxa de câmbio competitiva;
6. Liberalização do comércio;
7. Liberalização de capitais externos;
8. Privatização de empresas estatais;

---

<sup>9</sup> Denominador comum de conselhos de políticas das instituições baseadas em Washington para países da América Latina e usado pelo Banco Mundial de várias formas diferentes do original, como por exemplo, defendendo-se o uso de taxa de câmbio fixa para propósitos de estabilização de preços e da abertura da conta capital.

9. Desregulamentação;
10. Direitos de propriedade garantidos.

Entretanto, os resultados da implementação do modelo do Consenso de Washington foram não satisfatórios, especialmente no que diz respeito ao crescimento econômico e estabilidade macroeconômica, já que vários países latino-americanos tiveram baixo crescimento econômico na década de 90, combinado com contágios de crises externas.

A Argentina, que era considerada pelo FMI um modelo de sucesso ao adotar a estratégia neoliberal em sua plenitude, com o Plano de Conversibilidade e outras medidas (como privatização e abertura total da conta capital), acabou por falhar uma vez que a combinação da abertura da conta de capital com um câmbio fixo resultou em uma crise monetária face a uma conjuntura internacional desfavorável (apreciação do dólar, depreciação do real, etc.), que acabou causando efeitos fortemente negativos sobre crescimento econômico e desemprego (Paula, 2011).

O Brasil adotou esse modelo durante os anos 90, ainda que de forma mais gradualista do que Argentina e México. Os governos de Collor de Melo, Itamar Franco e Fernando Henrique Cardoso foram marcados por privatizações de estatais, liberalização da taxa de juros, liberalização da conta capital, entre outros.

No início dos anos 90, durante o governo Collor, foi implementado um plano de estabilização de preços com congelamento de boa parte dos ativos financeiros, entre outras medidas então adotadas. Este governo deu início também ao processo de abertura da economia, incluindo abertura comercial e privatizações de empresas estatais. Apesar de ter conseguido reduzir a inflação momentaneamente, o plano não conseguiu impedir a grande recessão que a economia brasileira sofria e logo depois a inflação voltou a subir de maneira célere.

O período era de grande liberalização da conta capital, com a abertura financeira envolvendo tanto a liberalização dos fluxos de entrada de capitais quanto dos fluxos de saídas de capitais. O processo de liberalização da conta capital no Brasil foi bastante abrangente e envolveu uma tendência a mudanças graduais de caráter estrutural, ainda que pontuado em determinados momentos pela adoção temporária de medidas restritivas a fluxos específicos. De todo modo, avançou-se inexoravelmente em direção a maior conversibilidade da conta capital.

No começo dos anos 90, as proibições e entraves burocráticos que impediam investimentos diretos estrangeiros (IDE) foram eliminados. Em 1991, foi permitida, aos investidores institucionais estrangeiros, a negociação de títulos e ações emitidos domesticamente, através do então chamado Anexo IV. Em 1992 o BCB autorizou uma ampla liberalização em relação à saída de capital, permitindo que uma conta especial não-residente, chamada CC5, pudesse ser operada com mais liberdade por instituições financeiras estrangeiras nas operações de compra e venda de divisas. Essa exceção criou um caminho fácil para a saída de capital de curto prazo, que foi bastante usado durante períodos de ataque especulativo contra a moeda nacional e representou a introdução de uma conversibilidade de fato, já que, na prática, residentes podiam fazer depósitos em uma conta de um banco estrangeiro operada em um banco no país, que poderia converter moeda nacional em moeda estrangeira (Goldfajn e Minella, 2005). Em abril de 1994 o Plano Brady converteu os empréstimos estrangeiros em títulos da dívida, ajudando a superar a crise da dívida externa que marcou os anos de 1980.

O Quadro 4 detalha as principais medidas liberalizantes na conta capital adotados na década de 90.

Quadro 4 - Principais medidas liberalizantes do final das décadas de 80 e 90

<i>Norma</i>	<i>Descrição</i>
2.259/1992	Cria a subconta “Contas Livres – De Instituição Financeira” nas contas CC5 (oficialmente denominadas “Depósitos Domiciliados no Exterior”), que pode ser aberta por instituições financeiras não-residentes e cujas retiradas e depósitos são livremente disponíveis, incluindo aquelas oriundas de vendas e compras de divisas.
1.946/1992	As transferências internacionais em moeda doméstica (reais) devem ser identificadas e registradas no Sistema de Informações do Banco Central (SISBACEN), quando o valor for igual ou maior a US\$ 10 mil.
2494/1994	Regulamenta os investimentos de residentes em ativos externos, devendo o FIEEX aplicar no mínimo de 60% em títulos da dívida externa brasileira negociados no mercado internacional ( <i>bradies</i> ). Fundos mútuos de investimento e de pensão domésticos foram autorizados a aplicar até 10% do patrimônio líquido em quotas do FIEEX.
2.494/1994	Elimina o limite de US\$ 4.000 para venda de divisas para residentes viajantes (sob comprovação de viagem), bem

	como para operações de transferências unilaterais e para pagamentos de quase todos os tipos de despesas relacionadas a serviços não-fatores.
2.677/1996	Consolida e revisa a regulamentação das contas de não-residentes e as transferências internacionais em reais, revogando a Carta-Circular no. 5. Identificação no Sisbacen é necessária para retiradas e depósitos iguais ou maiores que R\$ 10.000, não havendo qualquer limite à conversão dos saldos em dólares para remessa ao exterior.

Fonte: Paula (2011, cap. 4) e Banco Central do Brasil.

Entre 1990 e 1994 o motivo principal para o crescimento econômico baixo era a alta inflação. Após esse período, o maior responsável para esse fator foi a vulnerabilidade externa causada por uma conta de capital aberta e o câmbio semi-fixo (Ferrari Filho; Paula, 2006).

Durante o governo de Itamar Franco, foi implementado o Plano Real. Seu sucesso foi garantido em reduzir a inflação e sua principal característica era o uso de uma “âncora cambial”. Para tanto, foi adotado um câmbio semi-fixo, inicialmente com uma banda assimétrica (com um teto de 1 para 1 para taxa de câmbio, mas permitindo sua valorização até um certo piso), e depois com um sistema de “*crawling peg*” ativo, no qual o real se desvalorizava lentamente dentro de uma mini-banda cambial informal.

Em dezembro de 1994, com a finalidade de reduzir os fluxos de capitais estrangeiros no Brasil, bem como os custos da esterilização de recursos externos atraídos pelo elevado diferencial entre taxa de juros doméstica e externa, o governo de Cardoso adotou uma taxa sobre a entrada de capital estrangeiro por meio do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) e, também, aumentou o tempo mínimo de permanência de capital estrangeiro no Brasil, visando amenizar a pressão sobre a taxa de câmbio, minimizar o custo de esterilização e proporcionar algum grau de liberdade para a política monetária em um contexto de câmbio semi-fixo.

Os controles de capitais adotados no governo de Fernando Henrique Cardoso eram considerados endógenos segundo Silva e Resende (2010). Isso significa que sua adoção não era permanente e era feita em momentos de maior intensidade na entrada de capitais externos. O gerenciamento da conta de capital era retirado, uma vez que a entrada líquida de capitais arrefecesse.

A economia brasileira começou a crescer devido ao maior consumo da população, a partir do sucesso do plano de estabilização de preços. Entretanto, com

as crises sofridas pelo México, Ásia e Rússia, o Real começou a sofrer constantes ataques especulativos, resultando na crise da moeda brasileira em 1999.

No final da década de 90, o Brasil presenciava uma situação de conversibilidade da conta de capital *de facto*. Segundo Paula (2011), após a crise da moeda brasileira de 1999 e da adoção de câmbio flutuante, durante o segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso (1999-2002) e do primeiro mandato de Lula da Silva (2003-2006), não houve mudanças no cenário da liberalização financeira. Durante esse período, as autoridades econômicas implementaram diversas normas que resultaram na liberalização financeira, principalmente relacionadas à saída de capitais.

Neste contexto, Cardoso reduziu, e mais tarde eliminou, a maturidade mínima para empréstimos externos e o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF). Após a crise de 1999 e a adoção do regime de câmbio flutuante, as autoridades econômicas implementaram uma série de normas cambiais que resultou na consolidação e no aprofundamento das mudanças efetuadas na década de 1990, permitindo a redução nas restrições operacionais e exigências burocráticas, e uma maior flexibilidade no mercado cambial. Tais medidas incluíram na década de 2000 a unificação dos mercados existentes (livre e flutuante), na redução, e posterior eliminação, tanto da necessidade de maturidade mínima para empréstimos externos quanto do imposto sobre entrada de capitais, na eliminação das restrições para investimentos no mercado de títulos por parte de investidores estrangeiros, e ainda na simplificação dos procedimentos relacionados à remessa de capital para outros países. Em agosto de 2006, o governo brasileiro introduziu mais flexibilidade nas operações de cobertura cambial para exportação, passando a permitir que exportadores brasileiros mantivessem, fora do país, até 30% das suas receitas com exportação, sendo que em março de 2008 estipulou que os exportadores brasileiros poderiam manter tais receitas em até 100% no exterior. Na mesma época reduziu o prazo de liquidação dos contratos de câmbio de até 210 dias para 360 dias. Por fim, estabeleceu, em 12/03/2008, que os exportadores brasileiros poderiam deixar no exterior a integralidade, ou seja, até 100%, dos recursos relativos às receitas de exportações. O governo brasileiro procurou, assim, diminuir o custo de transação dos exportadores brasileiros, que eram anteriormente obrigados a internalizar suas receitas em divisas no Brasil e tinham, assim, que vender suas divisas e depois recomprá-las, caso necessário para adquirir matérias-primas, pagar empréstimos

contraídos, etc. (Paula et al, 2012). O Quadro 5 detalha as principais medidas liberalizantes relativas a conta capital na década de 2000.

Quadro 5 - Principais medidas liberalizantes na década de 2000

<i>Número da norma</i>	<i>Descrição</i>
3.266	As operações de exportação de mercadorias e serviços continuam sujeitas ao ingresso no País da moeda estrangeira correspondente (i.e., cobertura cambial), mediante celebração e liquidação de contrato de câmbio. Entretanto, o prazo para os exportadores ingressarem no Brasil a moeda estrangeira decorrente de suas vendas no exterior passou de 20 dias para 210 dias.
11.371	Estabelece que os recursos em moeda estrangeira relativos aos recebimentos de exportações brasileiras de mercadorias e de serviços para o exterior, realizadas por pessoas físicas ou jurídicas, poderão ser mantidos em instituição financeira no exterior, observados os limites fixados pelo Conselho Monetário Nacional. Determina ainda que cabe ao CMN estabelecer o percentual dos recursos de exportação que deve efetivamente ingressar no País.
3.389	Fixa em no máximo 30% da receita de exportação o valor que os exportadores brasileiros podem manter no exterior, ficando a parcela restante (70%) sujeita a obrigatoriedade de ingresso no Brasil. Amplia o prazo de liquidação dos contratos de câmbio de exportação, de até 210 dias para 360 dias, ficando, deste modo, igual ao prazo dos contratos de câmbio de importação.
3.548	Exportadores brasileiros de bens e serviços podem manter no exterior a integralidade (até 100%) dos recursos relativos ao recebimento de suas exportações para os embarques efetuados e serviços prestados a partir de 1/3/2007. Para os embarques e serviços prestados em data anterior, prevalecem as regras anteriormente estabelecidas.
3.568	Permite a compra e venda de moeda estrangeira entre bancos no País e bancos no exterior, com entrega ou recebimento de moeda nacional na liquidação da operação de câmbio. Assim, passa a ser possível aos bancos estrangeiros adquirirem reais em espécie para posterior revenda a turistas estrangeiros que pretendem viajar ao Brasil.
435	Permite aos bancos autorizados a operar no mercado de câmbio para dar cumprimento a ordens de pagamento em reais recebidas no exterior. A norma permite ainda que o BCB mantenha contas em reais em nome de instituições no exterior, faculdade até então limitada aos bancos nacionais.

3.844	Consolida em um único normativo as disposições gerais relativas ao registro de capitais estrangeiros. As transferências <i>do e para</i> o exterior, em moeda nacional ou em moeda estrangeira, passam a seguir as regras gerais aplicáveis ao mercado de câmbio brasileiro. Assim, elimina-se a necessidade de autorizações ou manifestações prévias do BCB e ficam os agentes envolvidos dispensados de fornecer ao BCB informações que a Instituição pode obter por meio de outras fontes e/ou mecanismos internos.
3.845	Faculta às companhias residentes no País emissores e/ou ofertantes de <i>Depositary Receipts</i> (DR) a manter no exterior o produto de sua alienação. Assim, enquanto que a norma anterior estabelecia que essas firmas teriam que fechar o contrato de câmbio em cinco dias, agora o BCB permite que elas possam manter os recursos captados no exterior.

Fonte: Paula (2011, cap. 4) e Banco Central do Brasil.

No governo Lula, tais medidas foram mantidas, o que fez com que houvesse continuidade na adoção de políticas relacionadas ao que é conhecido como “Novo Consenso em Macroeconomia”. O Novo Consenso em Macroeconomia baseia-se em câmbio flexível, regime de metas de inflação e metas de superávit primário, cujo principal objetivo é a estabilidade de preços, ficando os outros objetivos subordinados a este.

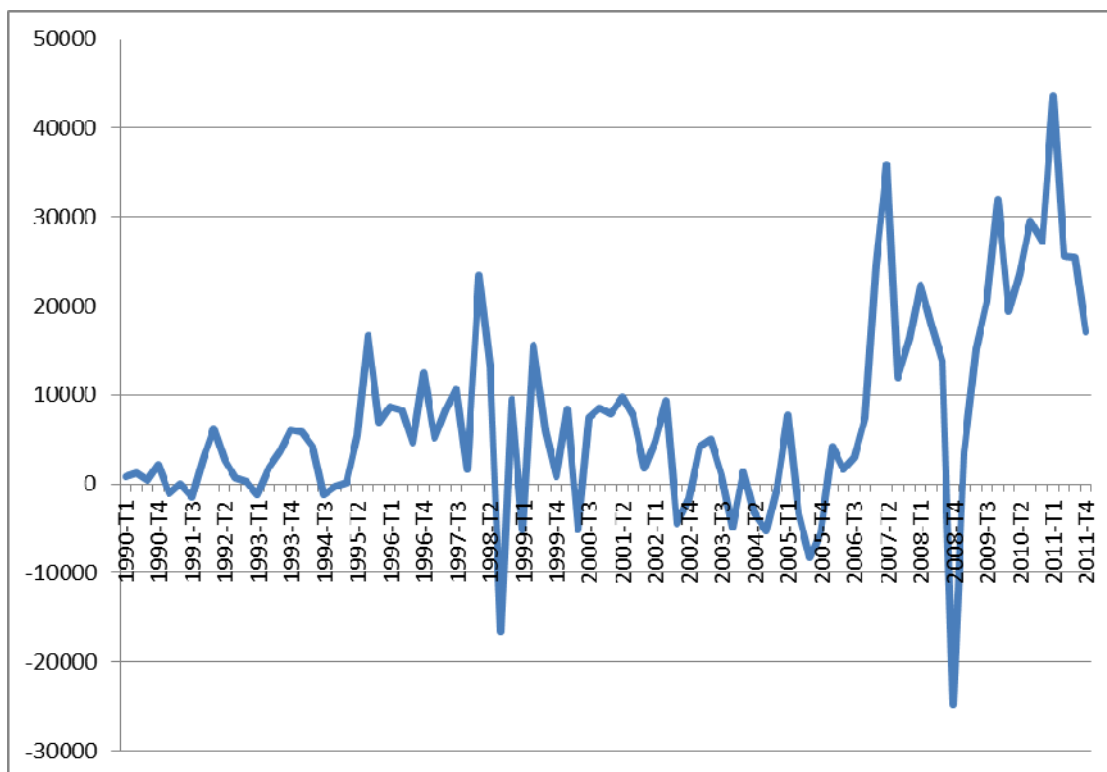
Segundo Paula (2011), a partir do período de 1999, a economia brasileira se dividiu em dois cenários. O primeiro, de 1999 a 2003, marcado por choques externos e por uma grande instabilidade econômica. O segundo, de 2004 a 2010, alavancado principalmente pelo crescimento da demanda e preços de commodities.

Durante todo o governo Lula foi adotada uma política de manutenção das taxas de juros elevadas, que, em contexto de forte entrada de capitais, atraiu grandes fluxos de capitais externos, que contribuiu para a tendência da apreciação da taxa de câmbio, peça fundamental na política de combate a inflação do BCB. Contudo, o governo adotou medidas para reduzir a vulnerabilidade externa, como redução da dívida externa pública e política de acumulação de reservas cambiais. Do ponto de vista do processo de integração financeira internacional, cabe ressaltar que a partir de 2006 houve um forte aumento nos fluxos de capitais para o Brasil (Gráfico 1), em função da melhoria na avaliação do risco-país, maior crescimento econômico e grande diferencial entre taxas de juros externas e internas, face a política de altos juros do Banco Central do Brasil, mas durante o Governo Lula os



controles de capitais não foram endógenos, no sentido de que não se introduziu controles mais abrangentes sobre a entrada de capitais em momento de grande afluxo. Como resultado a taxa de câmbio teve uma tendência gradual e contínua de apreciação desde meados de 2004 (Gráfico 2).

Gráfico 1: Saldo da conta financeira (US\$ milhões)



Fonte: Banco Central do Brasil

Gráfico 2: Taxa de câmbio nominal



Fonte: Banco Central do Brasil

Com o governo Dilma, após 2011, foram tomadas medidas com a finalidade de reduzir ainda mais a vulnerabilidade externa e influenciar na determinação do nível da taxa de câmbio. Assim, houve uma reversão na tendência a liberalização da conta capital, com adoção de controles abrangentes sobre a entrada de capitais externos, tendo em vista o forte afluxo de capitais que ocorreu a partir de meados de 2009<sup>10</sup>.

Inicialmente, as principais medidas foram o uso do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre a entrada de capitais. Neste sentido, o governo procurou diminuir a entrada de capitais externos inicialmente aumentando o IOF de 2% para 6% para investimentos em portfólio de renda fixa e fundos de ações em Outubro de 2010 (ainda no Governo Lula), estendendo o imposto posteriormente para novos

<sup>10</sup> Segundo Paula et al (2012, p. 21), "A terceira onda de fluxos de capitais para a América Latina começou em meados de 2009, com uma rápida recuperação dos fluxos de capital. Os principais fatores por trás dessa onda são: (i) o afrouxamento da política monetária nas economias avançadas, devido à política monetária do "quantitative easing" do FED, e depois do Banco Central Europeu (BCE), que ampliou a liquidez do sistema financeiro sistema, ampliando os diferenciais de taxa de juro e criando abundante liquidez do mercado global, (ii) melhor desempenho econômico das economias emergentes e a lenta recuperação dos países desenvolvidos, (iii) posição fiscal e da dívida das economias emergentes em relação ao avançar das economias; e (iv) os preços das commodities se recuperaram rapidamente e continuamente até maio de 2011, após a forte queda dos preços após a disseminação da crise financeira global para as economias emergentes em 2008."

empréstimos externos com maturidade acima de um ano em março de 2011, de modo a coibir a entrada de capitais via empréstimos intra-firma.

Contudo, uma das características do mercado cambial brasileiro é a predominância de segmento de derivativos cambiais, cuja maior distinção é que suas operações são do tipo “não-entregáveis” (“*non-deliverable*”), o que implica que ganhos e perdas nessas operações são liquidadas na moeda doméstica e não em moeda estrangeira, e ainda os requerimentos de margem nessas operações podem ser igualmente preenchidas em reais. Consequentemente, as operações cambiais futuras poderiam ser feitas sem envolver qualquer fluxo de capitais externos<sup>11</sup>.

A existência deste mercado de derivativos cambiais permitiu a existência de uma operação “*carry trade*” envolvendo o mercado de derivativos, no qual o investidor capta no exterior e podia apostar da seguinte forma, conforme exemplo a seguir: vendia dólares no mercado a vista (digamos a R\$ 1,80) e se comprometia a comprar dólares a um valor determinado no mercado de derivativos (digamos a R\$ 1,70), apostando na sua apreciação (indo a R\$ 1,60), sendo que, durante o período de tempo entre as duas operações, aplicava seus recursos em títulos públicos indexados a Selic. Assim, lucrava duplamente, com taxas de juros elevadas e com a apreciação da taxa de câmbio e, mais importante, colaborando para a pressão para baixo no preço da moeda doméstica.

Assim, a implementação de controles dos fluxos de capitais no caso brasileiro não era suficiente para conter a pressão sobre a taxa de câmbio, em função das características específicas do mercado cambial do país, sendo necessário introduzir regulamentações sobre os derivativos cambiais. Neste sentido, o governo brasileiro aumentou, em primeiro lugar, o IOF de 0,38% para 6% sobre os recolhimentos de margem em transações de derivativos cambiais em outubro de 2010 e, posteriormente, estabeleceu em julho de 2011 a cobrança de 1% de IOF sobre operações com derivativos, podendo o governo aumentar esta alíquota em até 25%.<sup>12</sup> Além de medidas diretas sobre os derivativos cambiais, o governo procurou diminuir o poder de especulação dos bancos no mercado cambial a vista, ao estabelecer uma regulação financeira prudencial sobre os mesmos, instituindo um depósito compulsório não-remunerado equivalente a 60% das posições que os

---

<sup>11</sup> Para um aprofundamento, ver Paula e Prates (2012) e Carneiro e Rossi (2012).

<sup>12</sup> A alíquota incide sobre a diferença entre a chamada “posição comprada” em dólar e a “posição vendida” na moeda norte-americana, ou seja, sobre as apostas dos investidores na desvalorização do dólar (e valorização do real).

bancos mantêm em dólares, sempre que superem os US\$ 3 bilhões e o valor patrimonial de referência da instituição. Cabe destacar que somente com a implementação de regulação prudencial e regulação sobre derivativos cambiais que o governo passou a ter maior influência sobre a determinação do nível da taxa de câmbio, que desvalorizou 31,4% de julho de 2011 a junho de 2012<sup>13</sup>, e mantendo-se mais ou menos dentro do intervalo entre R\$ 2,00 e R\$ 2,10 desde então.

O Quadro 6 detalha as principais medidas cambiais adotadas em 2009-2011 para conter a forte entrada de capitais e a forte tendência de apreciação do câmbio.

Quadro 6 - Regulação sobre conta capital e derivativos cambiais

Período	Tipo	Medida	Agentes
<b>Outubro/2009</b>	Controle de capitais	O Ministério da Fazenda implementou um Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) de 2% sobre entrada de capitais de portfólio de não-residente (ações e renda fixa).	Investidores não-residentes
<b>Outubro/2010</b>	Controle de capitais	(i) IOF aumentou de 2% para 4% para investimentos em renda fixa e fundos de ações. (ii) IOF subiu para 6 % para investimentos em renda fixa (iii) Limitações também foram introduzidas na capacidade dos investidores estrangeiros em deslocar o investimento de ações para renda fixa.	Investidores não-residentes
<b>Outubro/2010</b>	Regulação do mercado de derivativos	(i) IOF sobre as exigências de margem em operações de derivativos aumentou de 0,38 % para 6 % (ii) brechas para IOF sobre as exigências de margem foram fechadas: investidores estrangeiros nos mercados futuros não estavam mais autorizados a satisfazer as suas necessidades de margem através de títulos emprestados localmente ou garantias de bancos locais, o que lhes permitia evitar o pagamento do imposto	Bancos residentes, investidores institucionais e empresas e investidores não-residentes

<sup>13</sup>A cotação do dólar passou de R\$ 1,56 em julho de 2011 a R\$ 2,05 em junho de 2012.

<b>Janeiro/2011</b>	Regulação financeira prudencial	Requerimento de reservas não remuneradas equivalente a 60 % das posições bancárias de dólares de curto prazo nas operações de moeda estrangeira no mercado a vista que excedem a US\$ 3 bilhões ou sua base de capital, o que for menor (a ser implementado em mais de 90 dias).	Bancos residents
<b>Março/2011</b>	Controle de capitais	Aumentou para 6 % o IOF sobre novos empréstimos externos (empréstimos bancários e títulos emitidos no exterior), com vencimentos de até um ano. As empresas e os bancos anteriormente pagavam apenas 5,38 % do IOF sobre empréstimos até 90 dias.	Bancos residentes e empresas
<b>Abril/2011</b>	Controle de capitais	(i) IOF de 6 % estendido para renovação de empréstimos externos com prazo de até um ano. (ii) IOF de 6 % estendido para ambos, empréstimos externos novos e renovados, com prazo de até 2 anos.	Bancos residentes e empresas
<b>Julho/2011</b>	Regulação financeira prudencial	O requerimento de reservas não remuneradas se tornou mandatório para valores maiores que 1 bilhão de dólares ou sua base de capital (o que for menor).	Bancos residents
<b>Julho/2011</b>	Regulação do mercado de derivativos	(i) O Conselho Monetário do Banco Central do Brasil tornou-se a agência responsável pela regulação do mercado de derivativos; (ii) Toda operação em moeda estrangeira deve ser taxada de acordo com o mesmo método; (iii) Toda operação em moeda estrangeira derivativa deve ser registrada em câmaras de compensação; (iv) A exposição de moeda estrangeira em todos os agentes deve ser consolidada (pos. líquida); (v) Em posições vendidas de longo prazo em reais, os agentes pagam um IOF de 1%. Este imposto pode ser aumentado até 25%.	Bancos residentes, investidores institucionais e empresas e investidores não-residentes

<b>Dezembro/2011</b>	Controle de capitais	IOF sobre fluxo de carteira em ações e renda fixa (ligado a projetos de infra-estrutura) reduzido a 0%.	Investidores não-residentes
<b>Março/2012</b>	Controle de capitais	(i) IOF de 6% prorrogado para ambos - empréstimos externos novos e renovados com prazo de até 3 anos. (ii) Proibidas operações de pagamento avançada de exportação com vencimento de mais de um ano. (iii) IOF de 6% prorrogado para ambos, novos e renovados, empréstimos externos com prazo de até 5 anos.	Bancos residentes e empresas
<b>Março/2012</b>	Regulação do mercado de derivativos	Operações de hedge dos exportadores (até 1,2 vezes as exportações do ano anterior) isentas do IOF.	Exportadores residentes
<b>Junho/2012</b>	Controle de capitais	IOF de 6% apenas para novos e renovados empréstimos externos com prazo de até dois anos (ou seja, as mudanças adotadas em março foram revertidas).	Bancos residentes e empresas

Fonte: Paula e Prates (2012, p. 21).

#### 4.2. Literatura empírica sobre liberalização financeira e controle de capitais

A discussão sobre a liberalização da conta capital no Brasil teve, como um dos eixos principais, a avaliação da proposta de Pésio Arida de plena conversibilidade do real. A hipótese central de Arida (2003a e 2003b) é a de que a manutenção de controles administrativos às transações com moeda estrangeira conduz à situação na qual as taxas de juros interna e externa no Brasil sejam mais altas do que prevaleceria numa situação de plena conversibilidade. A adoção da conversibilidade livre afirmaria em alto e bom tom a confiança do Banco Central (BC) em sua política, isto é, o BC emitiria um claro sinal de que tem tanta confiança no sucesso da política econômica que permitiria que se comprasse divisas o quanto se quisesse à taxa de câmbio vigente, uma vez que sempre haverá reservas suficientes. O eixo central de sua argumentação é de que as restrições administrativas às transações com moeda estrangeira aumentam as taxas de juros

interna e externa devido ao efeito das mesmas sobre o prêmio de risco, o que acaba gerando a necessidade de superávits primários ainda maiores.

Segundo Paula et al (2012), Oreiro et al (2004) são os primeiros autores a questionar a hipótese de plena conversibilidade do real sugerida por Pésio Arida. Oreiro et al (2004) utilizaram uma regressão com método dos mínimos quadrados. O banco de dados utilizado foi mensal, referente ao período de 1994 a 2000 e as variáveis utilizadas foram: dívida pública/PIB, variação do risco-país (JP Morgan) e dois índices de controles de capitais. O resultado encontrado foi de que a conversibilidade da conta de capital não tem efeito estatístico relevante sobre o prêmio de risco-país. Com isso, pode-se concluir que nada indica que a adoção de controle de capitais prejudica a *performance* macroeconômica de um país.

Ono et al (2005), por sua vez, buscaram avaliar empiricamente os argumentos de Pésio Arida. Para isso, testes econométricos foram realizados com o objetivo de verificar que a plena conversibilidade do real implicaria sobre o desempenho macroeconômico do país no período de 1990 a 2001. Os autores utilizaram a metodologia VAR nas variáveis de taxa de juros (Selic) e taxa nominal de câmbio. Além desse teste, também utilizaram dados em painel a fim de analisar a relação da conversibilidade da conta de capital e o desempenho macroeconômico para 87 países. As variáveis utilizadas para esse segundo teste foram PIB per capita, taxa de alfabetização, expectativa de vida, taxa de poupança, entre outras. Os resultados obtidos em ambos os testes foram insatisfatórios, indo contra à hipótese de Arida. Com isso, não é possível concluir que os controles de capitais poderiam atuar no sentido de desajustar o mercado cambial, ou ainda, aumentar a taxa de juros.

Goldfajn e Minella (2005) analisaram a relação entre liberalização da conta de capital e volatilidade macroeconômica no Brasil no período recente. No que se refere à suavização do consumo e redução na volatilidade da taxa de crescimento do PIB, os autores mostram evidências de que ambas as variáveis têm tido um comportamento mais estável, de acordo com o comportamento do desvio-padrão, no período recente (1992-2003), comparativamente às décadas de 1970 e 1980. Ademais, por meio da metodologia VAR, eles analisaram, para o período de janeiro de 1995 a agosto de 2004, a relação entre fluxos de capitais e desempenho econômico, procurando aferir o impacto dos movimentos dos fluxos de capitais sobre um conjunto de variáveis econômicas: produção industrial, saldo de transações

correntes, conta capital privado, termos de troca, EMBI+ Brasil, taxa de câmbio real efetiva e taxa de juros reais doméstica (taxa Selic). Os números resultantes das funções impulso resposta e da decomposição da variância mostram que um aumento no risco-país gera uma resposta positiva na taxa de juros, uma depreciação na taxa de câmbio, uma redução nos fluxos de capitais, e, após algum lag, uma queda no produto. Por outro lado, choques positivos para fluxos de capitais não são persistentes embora acarretem uma redução na taxa de juros, que, por sua vez, parece causar uma depreciação na taxa de câmbio. Os autores interpretam tais resultados como uma indicação de que a liberalização financeira tem conduzido a uma redução da vulnerabilidade externa e volatilidade macroeconômica do país, possivelmente entendendo que a combinação entre regime de câmbio flutuante e abertura da conta capital têm efeito disciplinador sobre a política econômica, com efeitos benéficos sobre os fundamentos econômicos (risco-país) e sobre a volatilidade macroeconômica.

Van der Laan (2007) avaliou empiricamente o processo de liberalização da conta de capital entre 1990 a 2005, utilizando o índice jure, o índice de controle de capitais (ICC) e o índice de abertura financeira (IAF), também fazendo uso da metodologia VAR para testar se a liberalização financeira e o crescimento econômico apresentam uma relação causal positiva. Os resultados não apresentaram resultado positivo. O autor concluiu que a pesquisa empírica relacionada à liberalização da conta de capital não apresentou um resultado robusto entre o crescimento econômico e a variável em questão no Brasil. Van der Laan analisou diversos *papers* tentando encontrar algum efeito na literatura internacional entre abertura da conta de capital e crescimento econômico. Entretanto, a maioria dos resultados não encontra nenhum efeito ou apenas um efeito misto para países em desenvolvimento, o que significa que os resultados não são fortes o bastante para concluir uma relação positiva entre as duas variáveis. Segundo Van der Laan (2007), não existe nenhum trabalho conclusivo que aponte que a adoção de controle de capitais seja prejudicial a economias emergentes. Logo, ainda não se comprovou empiricamente esse resultado e as análises em questão são, na melhor das hipóteses, inconclusivas. Isso indica que a proposta de plena conversibilidade da conta de capital não tem embasamento empírico, dado que os resultados encontrados até o momento são inconclusivos ou não satisfatórios no que se diz respeito à relação entre forte desempenho econômico e abertura da conta de capital.



Van der Laan et al (2011) usa um índice de jure - baseado no índice de Quinn<sup>14</sup> (1997) - e um índice de facto (índice de integração financeira) para testar econometricamente com um modelo VEC a relação entre liberalização financeira e um conjunto de variáveis macroeconômicas (taxa de juros, risco-país, volatilidade da taxa de câmbio, produto industrial e reservas cambiais) para um período amplo de janeiro de 1998 a abril de 2011. Os testes realizados mostram efeitos fracos derivados da desregulamentação financeira (de jure) e da integração financeira sobre a performance econômica. Além disso, fluxos financeiros respondem significativamente a impulsos do lado real da economia, independentemente do nível de controles de capitais. Os resultados estão de acordo com a posição mais recente do FMI, de que experiências com controles de capitais podem ser instrumentos úteis para administrar fluxos de capitais para economias emergentes com crescente integração financeira com o exterior.

Por fim, Paula et al (2012) avaliam empiricamente a relação entre liberalização da conta capital, *performance* econômica e estabilidade macroeconômica no Brasil no período de 1994-2007. Utilizando a metodologia VAR com dois modelos – um índice de jure e outro índice de facto – procura-se avaliar em primeiro lugar a hipótese de Arida, de que a liberalização financeira tende a reduzir o risco-país e a taxa de juros doméstica, e aferir em seguida, de acordo com as hipóteses da literatura internacional favorável à liberalização financeira, se a desregulamentação da conta capital teve efeito positivo sobre o crescimento econômico e estabilizador do ponto de vista macroeconômico, gerando efeitos disciplinadores sobre a política econômica. Os resultados obtidos neste trabalho não permitiram validar a hipótese de Arida, assim como não há evidências de que a liberalização financeira tem gerado efeitos positivos sobre um conjunto de variáveis macroeconômicas (crescimento do produto, inflação etc). Em linha com os resultados obtidos em outros estudos da literatura internacional e nacional, os resultados alcançados neste artigo parecem dar algum suporte aos críticos da liberalização financeira de que os efeitos instabilizadores deste processo predominam sobre os potenciais benefícios.

---

<sup>14</sup> Quinn (1997) utiliza um índice gradativo para avaliar o grau de abertura financeira numa escala de 0 a 8 com base em informações do relatório AREAER (*The Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*) do FMI.

Cabe ressaltar que a maioria dos trabalhos no Brasil utiliza o índice de controle de capitais elaborado por Cardoso e Goldfajn (1998)<sup>15</sup>. Dos seis trabalhos resenhados acima, cinco apresentam evidências de que a liberalização financeira não apresentou resultados robustos sobre o crescimento econômico e estabilidade macroeconômica, e apenas um trabalho aponta uma redução da vulnerabilidade externa e volatilidade macroeconômica do país decorrente do processo de liberalização financeira no Brasil. Dessa forma, é possível concluir que a maioria dos trabalhos empíricos, que buscaram relacionar o crescimento econômico com a liberalização financeira, não apresentou resultados relevantes ou satisfatórios.

O quadro 7 apresenta uma breve descrição dos trabalhos mencionados nessa seção.

---

<sup>15</sup> Os autores definem duas medidas de controle de capitais,  $(\Delta CC_1)$  e  $(\Delta CC_2)$ , como combinações lineares de mudanças nas restrições sobre fluxos de saída e fluxos de entrada de capitais, buscando medir o controle sobre os fluxos de capitais, baseando-se em alterações na legislação. Uma mudança na legislação que venha a reduzir o fluxo de capitais, recebe valor igual a +1, enquanto que uma mudança na legislação direcionada para estimular o fluxo de capitais recebe um valor igual a -1. Assim, temos que  $\Delta CC_1 = \Delta RI - 0,5 \cdot \Delta RO$  e  $\Delta CC_2 = \Delta RI + 0,5 \cdot \Delta RO$ , onde,  $\Delta RI$  é uma medida imposta sobre o fluxo de entrada de capitais,; (ii)  $\Delta RO$  é uma medida que capta variação da norma sobre a saída de capitais.

Quadro 7 - Trabalhos empíricos sobre liberalização financeira e controle de capitais

Autores	Trabalhos / Metodologia	Resultado
Oreiro et al (2004)	Regressão com método dos mínimos quadrados	A conversibilidade da conta de capital não tem efeito estatístico relevante sobre o prêmio de risco-país.
Ono et al (2005)	Tentaram validar empiricamente os argumentos de Pésrio Arida. Os autores utilizaram testes econométricos, aplicando a metodologia VAR. Também utilizaram dados em painel a fim de analisar a relação da conversibilidade da conta de capital e o desempenho macroeconômico para 87 países.	Os resultados obtidos em ambos os teste foram insatisfatórios, indo contra a hipótes de Arida. Não é possível concluir que os controles de capitais poderiam atuar no sentido de desajustar o mercado cambial, ou ainda, aumentar a taxa de juros.
Van der Laan (2007)	Metodologia VAR	Não há evidências empíricas para afirmar que liberalização financeira e o crescimento econômico apresentam uma relação causal positiva.
Van der Laan et al (2011)	Índice jure (baseado no índice de Quiin de 1997) e um índice facto (índice de integração financeira)	Os resultados estão de acordo com a posição mais recente do FMI, ou seja, que os controles de capitais podem ser bons instrumentos para administrar os fluxos excessivos de capitais para países emergentes.
Paula et al (2012)	Metodologia VAR com dois modelos (índice de jure e índice de facto)	Os resultados obtidos neste trabalho não permitiram validar a hipótese de Arida, de que a liberalização financeira tende a reduzir o risco-país e a taxa de juros doméstica, assim como não há evidências de que a liberalização financeira tem gerado efeitos positivos sobre um conjunto de variáveis macroeconômicas.
Goldfajn e Minella (2005)	Metodologia VAR	Os resultados obtidos geram uma interpretação, pelos autores, de que há uma indicação que a liberalização financeira tem conduzido a uma redução da vulnerabilidade externa e volatilidade macroeconômica do país.

Fonte: Elaboração própria com base na literatura reportada no texto.

### 4.3. Conclusão

O período de liberalização financeira no Brasil começou tardiamente se comparado a outras economias emergentes. Seu início foi marcado pela pressão do FMI para a abertura da conta de capital no final dos anos 80.

Como visto neste capítulo, os trabalhos empíricos aqui referenciados mostram que o ganho de bem-estar associados com a abertura da conta de capital e o crescimento econômico também associado com a liberalização não podem ser afirmados como positivos, uma vez que o caso brasileiro mostra justamente o caminho inverso.

Segundo Silva e Resende (2010), os controles de capitais adotados pelo Brasil a partir de 1990 eram endógenos. Isso significa que o governo reagia

aumentando o controle nos períodos de *boom* e liberalizando nos períodos de crise. Os controles de capitais começaram a ser aplicados sobre a entrada de recursos estrangeiros e feitos por meio do imposto IOF. Tais controles foram, fundamentalmente, baseados em preços, por meio de uma taxação direta sobre a entrada de capitais estrangeiros.

Em geral, o Brasil tem adotado uma política econômica menos intervencionista se comparado a outras economias emergentes (como China, Índia e Rússia). Sua conta de Capital é um pouco mais aberta, o que torna a taxa de câmbio mais volátil. Como o cenário atual das últimas décadas é de crescimento das exportações, existe uma melhoria nos indicadores de vulnerabilidade externa (Ferrari Filho; Paula, 2006).

Segundo Ferrari Filho e Paula em seu artigo “Regime cambial, conversibilidade da conta de capital e performance econômica: a experiência recente de Brasil, Rússia, Índia e China” (2006):

Uma das possíveis respostas para as diferenças de performance econômica do BRIC está relacionada ao fato de que, no Brasil – ao contrário de Rússia, Índia e China, que implementaram programas de estabilização e de reestruturação econômica que reduziram substancialmente o estrangulamento externo e contribuíram para preparar as bases do crescimento -, as estratégias de políticas econômicas adotadas na economia brasileira, a partir dos anos 90, de cunhos nitidamente liberalizantes, não conseguiram assegurar ao país um crescimento sustentado e financeiramente estável.

O que foi dito anteriormente comprova que o Brasil não seguiu estritamente o seqüenciamento proposto pelo FMI e também que, ao adotar posturas mais liberalizantes, não foi tão bem sucedido quanto os outros países emergentes, como China e Índia.

É possível concluir que o Brasil vivenciou um rápido processo de liberalização econômica a partir do início dos anos 90. Contudo, os trabalhos empíricos não mostram uma relação robusta e positiva entre liberalização da conta de capital e crescimento econômico. Alguns estudos, inclusive, mostram uma associação entre liberalização financeira e instabilidade macroeconômica gerando baixas taxas de crescimento.

Além disso, é possível verificar que o Brasil adotou por vezes controles sobre a entrada de capitais e tais controles eram endógenos, introduzidos em momentos de grande afluxos de capitais externos e liberalizados em momentos de saídas de capitais. A tendência geral, contudo, foi no sentido da liberalização financeira.

Entretanto, durante o governo Lula, houve grande afluxo de capitais externos em 2006-2008 e o governo não adotou controles de capitais, preferindo uma postura mais liberalizante quanto aos fluxos de capitais, o que resultou em uma forte tendência de apreciação da taxa de câmbio. Por fim, no final do governo Lula e sobretudo no Governo Dilma, foram adotadas regulamentações sobre fluxos de capitais e derivativos cambiais, com o propósito de controlar a especulação sobre a taxa de câmbio, e conseqüentemente afetar o seu nível, com vistas a reverter parcialmente a tendência de apreciação da taxa de câmbio. Neste sentido, vimos neste capítulo que em países, como o Brasil, com mercado de derivativos cambiais profundos e “non-deliverables”, para os controles de capitais terem eficácia, um terceiro tipo de regulação é necessária, a regulação sobre derivativos cambiais, além de controles de capitais “estrito sensu” e regulação financeira. Há uma grande sinergia e sobreposição entre os diferentes instrumentos de regulação da conta capital. De fato, somente quando o governo brasileiro adotou todos os três tipos de técnicas de gerenciamento da conta capital simultaneamente – controles de capitais, regulação prudencial financeira e regulação sobre derivativos cambiais – a efetividade da política aumentou em termos de proteger a taxa de câmbio das pressões altistas. Conclui-se, assim, que, ao menos no caso brasileiro, não é possível estabelecer uma clara tripla hierarquia entre instrumentos para gerenciar os fluxos de capitais, como sustentado pela abordagem recente do FMI.

## 5. CONCLUSÃO

Com esse trabalho, algumas conclusões podem ser extraídas com relação ao emprego de controle de capitais no Brasil, por meio de uma análise a partir da literatura internacional e nacional existente. Para tanto, foi realizado um trabalho comparativo para entender a adoção dos controles de capitais no Brasil e no resto do mundo, assim como trabalhos empíricos foram avaliados para enriquecer as conclusões tiradas. Além disso, cenários históricos foram analisados com o objetivo de entender as necessidades de adoção de controle de capitais e as exigências de liberalização da conta capital.

Como visto no capítulo 1 dessa dissertação, um dos objetivos desse trabalho é analisar se a introdução de controle de capitais no Brasil foi eficaz e bem-sucedida. O que se pode concluir por meio da literatura já existente é que todas as vezes que o gerenciamento da conta de capital foi adotado, o Brasil pode se contrapor em alguma medida aos malefícios causados pela entrada abrupta de capitais estrangeiros em sua economia. Ainda que algumas vezes os agentes sejam capazes de contornar os controles, o gerenciamento da conta de capital é responsável por dificultar a entrada do capital estrangeiro no Brasil e proteger a economia do país.

No período recente, somente quando o governo brasileiro, de forma simultânea, adotou regulação prudencial financeira, controles de capitais e, dado a especificidade do mercado cambial brasileiro, regulação sobre derivativos cambiais foi que a efetividade da política aumentou, protegendo a taxa de câmbio do país. Como visto hoje em dia o FMI já é a favor de alguns casos do uso de controles de capital. Portanto, não é possível estabelecer de forma clara uma tripla hierarquia entre os instrumentos citados anteriormente – políticas macroeconômicas saudáveis, regulação financeira doméstica e finalmente controles temporários de capitais - no Brasil. Dessa forma, o Brasil não seguiu o seqüenciamento proposto pelo FMI.

Mostrou-se ainda que de forma geral, o gerenciamento da conta de capital no Brasil tem sido endógeno. Isso significa que o Brasil controla a entrada de capitais em momento em que realmente existe grande entrada de capitais estrangeiros para o país e retira o controle, uma vez que os fluxos líquidos se tornam negativos. A exceção foi durante 2006-2008, ocasião em que a forte entrada de capitais externos não resultou na introdução de controles de capitais, tendo como consequência um

certo “derretimento” da taxa de câmbio no sentido de uma gradual e contínua apreciação.

O período da década de 90 foi marcado por grandes liberalizações da conta capital brasileira. Historicamente, o Brasil adotou controle de capitais durante o primeiro governo de Fernando Henrique Cardoso, no contexto de uma taxa de câmbio semifixa, de modo a proporcionar algum grau de liberalidade à política monetária, sendo obrigado a reduzir, e até mesmo retirar, o gerenciamento da conta de capital a partir da saída de capitais no bojo do contágio da crise asiática e russa. Somente ao final do governo Lula começou-se a utilizar de novo controles de capitais no Brasil, em função da forte retomada dos fluxos de capitais externos após o efeito da crise de 2008. Hoje em dia, o Brasil adota IOF (um imposto sobre a entrada de capitais estrangeiro) que junto com outras ferramentas prudenciais formam o modelo de gerenciamento da conta de capital adotado pelo governo Dilma.

Outro fator interessante a ser destacado é que de modo geral os estudos empíricos da literatura internacional e nacional não apresentam resultados robustos que a liberalização econômica favorece o crescimento de um país. Da mesma forma, que não existem trabalhos que comprovem que os controles de capitais prejudicam a economia.

Nessa dissertação, foram analisados diversos países e foi estudada a adoção de controle de capitais em cada um deles. Todos eles conseguiram fazer com que o movimento de capitais estrangeiros na nação fosse de alguma forma arrefecido. Entretanto, alguns deles apresentavam controle à saída do capital, dificultando ou impossibilitando que o capital deixasse o país sem passar por um período determinado para debelar uma crise cambial em curso. É importante destacar que controles de capitais são um instrumento adicional de política econômica, e logo deve ser integrado a um escopo mais amplo de política, e não um fim em si mesmo.

A adoção de controle de capitais e suas conseqüências sempre será um tema muito polêmico e discutido por diversos economistas. Nos dias de hoje, é um assunto que ganha espaço nas principais discussões econômicas por ser constantemente adotado por novos países.

Um balanço final dos trabalhos avaliados nesta dissertação e da experiência brasileira recente parecem 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 não-residentes, sendo capaz ao mesmo tempo de monitorar e controlar as saídas de capitais de residentes. Devem, 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 devem ser usados como um instrumento permanente para “cobrir” políticas econômicas inconsistentes. Neste caso, devem ser acompanhados 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.



## REFERÊNCIAS

- ARIDA, P. Por uma moeda plenamente conversível. *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 3, 2003a. p.151-154.
- ARIDA, P. Ainda a conversibilidade. *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 3, 2003b. p. 135-142.
- ARIYOSHI, A. et al. *Capital Controls: Country Experiences with their use and liberalization*. International Monetary Fund. Washington, 2000.
- BASTOS, P. et al. Controle de capitais: um bem necessário?. São Paulo: Economia Política Internacional. *Análise Estratégica*, 2004. p.1-11.
- BORGES, E. e MUNHOZ, V. *Controle de capitais na economia brasileira: uma análise do IOF como medida de restrição dos influxos financeiros*. Uberlândia: Faculdade de Ciências Econômicas de Uberlândia, 2010. p.1-22.
- CARDOSO, E. e GOLDFAJN, I. Capital flows to Brazil: the endogeneity of capital controls. *IMF Staff Papers*, v.45, n.1, 1998. p.161-202.
- CARNEIRO, R. e ROSSI, P. The Brazilian experience in managing interest-exchange rate nexus. *Texto para Discussão IE/UNICAMP* n.206, Jun. 2012.
- CARVALHO, F. *Controle de capitais: uma agenda de pesquisa*. Rio de Janeiro: Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2005. p.1-16.
- CARVALHO, F. e SICSÚ, J. Controvérsias recentes sobre controle de capitais. Rio de Janeiro: *Revista de Economia Política*, v. 24, n. 2 (94), 2004. p.163-184.
- COOPER, R. *Should Capital Controls be banished?*. Harvard University, 1999.
- DAVID, A. *Do controls on capital inflows insulate domestic variables against external shocks?*. Cambridge: University of Cambridge, 2005. p.1-47.
- EDWARDS, S. Capital mobility and economic performance: are emerging countries different? *NBER Working Paper Series* n. 8076, Jan. 2001.
- EICHENGREEN, B. e LEBLANG, D. Capital account liberalization and growth: was Mr. Mahathir right? *NBER Working Paper Series* n. 9427, Dec. 2002.
- FELÍCIO, C. Uruguai quer barrar o capital especulativo. *Valor Econômico*. Rio de Janeiro. 20 ago. 2012.
- FERRARI FILHO, F. e PAULA, L.F. *Regime cambial, conversibilidade da conta de capital e performance econômica: a experiência recente de Brasil, Rússia, Índia e China*. In: SICSÚ, J. e FERRARI FILHO, F. *Câmbio e Controle de Capitais:*

avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos. Campus: Elsevier, 2006. p.184-221.

FRITZ, B. e PRATES, D. How to increase policy space for emerging markets? A broad approach on capital management techniques and lessons from Brazil and Korea. In: INTERNATIONAL CONGRESS OF THE LATIN AMERICAN STUDIES ASSOCIATION, 30., 2012, San Francisco. *Anais...* San Francisco: [s.n.], 2012.

GOLDFAJN, I. e MINELLA, A. *Capital flows and controls in Brazil: what have we learned?* NBER Working Paper, n.11640, Sep. 2005.

GREENVILLE, S. Exchange rate regimes for emerging markets. *Reserve Bank of Australia Bulletin*, Nov. 2000. p. 53-63.

HERMANN, J. *Liberalização e desenvolvimento financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006*. Rio de Janeiro: *Revista Economia e Sociedade*, 2009. p.1-29.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *International capital flows: reliable or fickle?*. Washington: [s.n.], 2011. p.125-163.

KAPLAN, E. e RODRIK, D. Did the Malasyan capital controls work? *NBER Working paper*, n. 8142, 2001.

MAGUD, N. e REINHART, C. *Capital Controls: An evolution*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2006. p.1-40.

MATSUMOTO, A. et al. *O rating tem o poder preditivo de insolvência?* Brasília: Universidade Católica de Brasília, 2011. p.1-18.

MODENESI, A. e MODENESI, R. *Controle de capitais: uma proposta de esquerda?*. In: SICSÚ, J. e FERRARI FILHO, F. In: SICSÚ, J. e FERRARI FILHO, F. *Câmbio e Controle de Capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos*. Campus: Elsevier, 2006. p.57-85.

ONO, F. et al. Conversibilidade da conta de capital, taxa de juros e crescimento econômico: uma avaliação empírica da proposta de plena conversibilidade do Real. Rio de Janeiro: *Revista de Economia Contemporânea*, 2005. p.231-261.

OSTRY, J. et al. *Managing capital inflows: What tools to use?*. Washington: International Monetary Fund, 2011. p.1-41.

PAULA, L.F. et al. *Fluxos e controles de capitais no Brasil: avaliação e proposição de política*. Rio de Janeiro: Agenda 03, 2003. p.65-116.

PAULA, L.F. Financial liberalization and economic performance: Brazil at the crossroads. *Routledge Studies in the Modern World Economy*, 2011. p.22-108.

PAULA, L.F., FERRARI FILHO, F. e GOMES, A. *Capital Flows, International Imbalances and Economic Policies in Latin America*. International Economic Policies, Governance and the New Economics. Cambridge: Cambridge University, Apr. 2012.

PAULA, L.F., et al. *Liberalização Financeira, Performance Econômica e Estabilidade Macroeconômica no Brasil: uma avaliação do período 1994-2007*. *Nova Economia*, v. 22, n. 3, 2012.

PAULA, L.F., PRATES, D. Capital Account and FX Derivatives Regulation in Brazil: The Recent Experience. In: *CONFERENCE RESEARCH NETWORK MACROECONOMICS AND MACROECONOMIC POLICIES*, 16., 2012, Berlin. *Anais...* Berlin: [s.n.], 2012.

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

QUINN, D.P. The correlates of changes in international financial regulation. *American Political Science Review*, n.91, 1997. p. 531-551.

REDIVO, A. *Internacionalização das atividades de pesquisa e desenvolvimento (P&D): Tratamento analítico e evidências empíricas*. Florianópolis: Universidade Federal de Santa Catarina, 2009. p.14-26.

RODRIG, D. Who needs capital-account convertibility? *Essays in International Finance*, Princeton, v.207, p.55-65, 1998.

SILVA, G. e RESENDE, M. Eficácia dos controles de capitais no Brasil: uma abordagem teórica e empírica alternativa. *Estudos Econômicos.*, v.40, n.3, 2010. p.617-649.

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

STIGLITZ, J. Globalization and growth in emerging markets. New York: *Journal of Policy Modeling*, 2004. p.465-484.

TERRA, M.C. e SOIHET, E. *Índice de controle de capitais: uma análise da legislação e seu impacto sobre o fluxo de capital no Brasil no período de 1990-2000*. *Estudos Econômicos.*, v. 36, n. 4, 2006. p.721-745.

TOBIN, J. A proposal for international monetary reform. *Eastern Economic Journal*, v.4, n.153, 1978.

VAN DER LAAN, C.R. *Liberalização da conta de capitais: evolução e evidências para o caso brasileiro recente (1990-2005)*. Rio de Janeiro: 29º Prêmio BNDES de Economia, 2007.

VAN DER LAAN, C.R., CUNHA, A.M., e LELIS, M.T. Desregulamentação financeira externa no Brasil: reestimando o ICC e alguns impactos macroeconômicos em um

modelo VEC (1995-2011). In: *Encontro Nacional de Economia – ANPEC*, 39., 2011, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: [s.n.], 2011.

WILLIAMSON, J. What Washington means by policy reform. In Williamson, J. (org.) *Latin America Adjustment: How Much has Happened?* Washington: Institute for International Economics, 1990.

WOLF, M. Novo capitalismo financeiro provoca revolução global. *Valor Econômico*. Rio de Janeiro. 28 jul. 2007.