

# Controle de capital e regimes cambiais

**A**bertura comercial sempre encontrou mais respaldo teórico e empírico entre economistas do chamado mainstream do que a abertura financeira. É um relativo consenso que o país deve buscar aumentar sua participação no comércio mundial. Porém, são mais raros os casos de economistas que advogam abertamente que a conta de capitais do balanço de pagamentos deva ser liberalizada, e que a moeda nacional seja completamente conversível.

De fato, durante períodos de baixa aversão a risco e alta liquidez nos mercados financeiros internacionais, observa-se um alto fluxo de capitais de curto prazo para países com taxas de juros mais altas. Quando o excesso de otimismo passa, a reversão desse influxo de capitais pode ser fatal para países com má gestão macroeconômica e sistema financeiro frágil — a segunda metade da década de 90 foi pródiga em gerar exemplos para ilustrar essa dinâmica.

Isso não quer dizer, no entanto, que o controle de capitais seja incentivado. Pelo contrário, sua prática induz à má alocação de capitais, piorando a eficiência da economia ao longo do tempo e limitando seu crescimento potencial. Ademais, a criatividade dos operadores do mercado financeiro — inúmeros ao redor do mundo, com sofisticado treinamento matemático e altos bônus potenciais — costuma superar a capacidade de ação dos formuladores de política econômica, de forma que as barreiras impostas são frequentemente burladas. Importante salientar também as vantagens da integração financeira. Ela representa uma fonte adicional de financiamento de investimentos produtivos, abre espaço para diversificação de risco da alocação de recursos financeiros e incentiva o desenvolvimento do mercado financeiro local. São fatores particularmente importantes para países emergentes com baixa poupança doméstica, como o Brasil.

Por essas razões, medidas de controle de capital nunca fizeram parte das recomendações do Fundo Monetário Internacional (FMI). Mas as recentes publicações do Fundo repensam essa posição, defendendo medidas dessa natureza sob certas circunstâncias. Mas que circunstâncias são essas? Como analisar a política cambial recente dos países emer-

gentes à luz dessas novas ideias?

Medidas de restrição ao ingresso de capitais podem ser tomadas com duas finalidades: endereçar preocupações macroeconómicas e reduzir riscos de instabilidade financeira. A primeira está relacionada à apreciação excessiva da taxa de câmbio, com impactos deletérios sobre o setor exportador, enquanto a segunda busca evitar a formação de bolhas nos preços dos ativos financeiros domésticos.

Mas os economistas do FMI são claros: como o controle de capital traz custos importantes, ações nessa direção somente devem ser tomadas depois que forem exauridas as opções de políticas tradicionais. Entre elas estão: apreciação da taxa de câmbio, desde que este não fique claramente sobrevalorizado; intervenções no mercado cambial para fortalecer as reservas internacionais; reduzir a taxa de juros se o balanço de riscos para a inflação permitir; e, finalmente, promover um ajuste fiscal crível e sustentável.

## O câmbio flutuante amortece choques externos e protege o país de recessões mundiais e inflação

Por um lado, boa parte dos países emergentes já conta com uma expressiva quantidade de reservas cambiais, e as pressões inflacionárias não permitem a redução dos juros. Por esse ângulo, há respaldo para medidas de controle cambial. Por outro, em alguns casos há espaço para uma consolidação fiscal mais expressiva e sustentável, especialmente porque o esforço de cortes de gastos observados até agora é pequeno frente à expansão promovida durante a crise de 2008/9.

Da mesma forma, não é claro que as taxas de câmbio hoje já estejam em patamar inequivocamente sobrevalorizado, especialmente dada à relação entre preços de produtos exportados e importados. As commodities, por exemplo, que fazem parte da pauta de exportação de muitos países latino-americanos, têm seus preços internacionais perto das máximas históricas. Ademais, dada à fraqueza das economias centrais, e a ainda elevada capacidade ociosa em seu setor industrial, é natural que suas taxas de câmbio fiquem mais des-

valorizadas, para que o possam ajudar a absorver o excesso de demanda nos emergentes, re-equilibrando as pressões inflacionárias no mundo.

Pode-se argumentar contrariamente que alguns setores industriais sofrem com a concorrência de importados, perdendo postos de trabalho. Mas de forma geral o que se percebe é que os emergentes estão flertando com o superaquecimento econômico e, portanto, a taxa de desemprego está abaixo do seu natural. Assim, o principal problema não parece ser o de falta de postos de trabalho, mas sim de falta de mão de obra para ocupá-los.

Vale ainda relembrar aqui o antigo debate entre regime de câmbio fixo versus flutuante. A história econômica mostra claramente que é o regime fixo que atrai o fluxo de capital especulativo — tanto na compra como na venda. Ao evitar a flutuação cambial, reduz-se o risco da arbitragem de taxas de juros, além de expor o Banco Central a movimentos de manada do mercado apostando contra sua capacidade de manter o regime.

O câmbio flutuante funciona como amortecedor de choques externos, protegendo o país tanto de recessões mundiais quanto de surtos de inflação. Além de gerar incertezas financeiras que afugentam o especulador. Vale a pena lembrarmos essas lições do passado em momentos como este, para que o clima de conflito cambial não nos leve a abandonar conceitos de racionalidade econômica.

Por fim, o Fundo reconhece que, mesmo que as condições macroeconômicas não apontem para o controle de capitais, ele pode fazer sentido se houver sinais de bolhas financeiras com potencial de gerar instabilidade à frente. Por esse lado, parece legítimo o controle a alguns países com sistema financeiro menos desenvolvido, que dependam de financiamento externo para o crédito doméstico. Quanto à bolha em ativos financeiros domésticos, esta não parece ser uma preocupação. As bolsas de emergentes, por exemplo, não têm tido um bom desempenho nos últimos meses. O Ibovespa, longe de uma performance explosiva, na verdade recuou 2,5% nos últimos meses terminados em março deste ano.