

Controles de capitais e o perfil do passivo externo brasileiro: tendências recentes e perspectivas*

Daniela Magalhães Prates**

André Moreira Cunha***

Professora-Doutora do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp) e pesquisadora do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq)
Professor do Departamento de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) e pesquisador do CNPq

Resumo

Este trabalho analisa a adoção por parte do Banco Central do Brasil (Bacen) de medidas voltadas ao controle dos fluxos privados de capitais. São fornecidas evidências de que o Bacen tem adotado uma abordagem precaucional em função do agravamento do ambiente econômico internacional associado à crise da Zona do Euro.

Palavras-chave: controle de capitais; Brasil; crise financeira global.

Abstract

This paper aims at analysing recent measures to control private capital flows adopted by the Banco Central do Brasil (Bacen) — the Brazilian Central Bank. We provide evidence that the Bacen has adopted a precautionary approach due to the recent aggravation of the external environment associated with the Euro zone crisis.

Key words: capital controls; Brazil; global financial crisis.

Introdução

O presente artigo tem por objetivo analisar as razões pelas quais o Banco Central do Brasil (Bacen) vem adotando medidas macroprudenciais de controle dos fluxos de capitais nos marcos de agravamento do quadro de instabilidade nos mercados financeiros, em função da crise na Zona do Euro. Sugere-se que tais

medidas têm caráter preventivo, visando à moderação da elevação do passivo externo do País.

Dessa forma, a atuação das autoridades monetárias alinha-se à tendência, pós-crise financeira global (CFG), de ampliar o seu leque de atuação para além do controle da inflação e da regulação financeira com ênfase no comportamento dos agentes (perspectiva microeconômica).

A literatura econômica de inspiração keynesiana, há muito, sugere que os bancos centrais devem atuar preventivamente na gestão dos fluxos de capitais, particularmente, no ambiente de globalização financeira e no caso dos países emergentes, que não emitem

* Artigo recebido em 16 jul. 2012.
Revisora de Língua Portuguesa: Valesca Casa Nova Nonnig.

** E-mail: daniprates@eco.unicamp.br

*** E-mail: andre.cunha@ufrgs.br

divisas conversíveis¹. Nessa perspectiva, os controles de capitais são vistos como elementos constitutivos de qualquer estratégia macroeconômica que priorize crescimento com estabilidade e inclusão social (Arestis; Paula, 2008; Davidson, 2011).

Por outro lado, e a despeito das evidências em contrário, o *mainstream* da Economia foi sempre mais resistente ao ativismo estatal. No âmbito do Novo Consenso Macroeconômico, defendiam-se câmbio flutuante, plena desregulamentação dos mercados financeiros, contenção das políticas fiscais ativas e foco da política monetária no objetivo único de combater à inflação, preferencialmente, por meio do sistema de metas a ser conduzido por bancos centrais independentes (Arestis; Sawyer, 2010; Blanchard; Dell'Ariccia; Mauro, 2010). Contudo a CFG colocou em xeque os fundamentos teóricos e a base histórica de sustentação desses seus pressupostos (Griffith-Jones; Ocampo; Stiglitz, 2010).

Por conta disso, mesmo no âmbito do *mainstream*, ganham espaço os economistas que sugerem ser necessária a utilização de controles de capitais como parte do arsenal de estabilização macroeconômica (Galati; Moessner, 2011; IMF, 2011; Blanchard *et al.*, 2012). Assume-se que as crises financeiras produzem externalidades que não estão incorporadas nos agentes individuais, quando estes tomam suas decisões de financiamento e investimento. Isso produziria distorções, como excesso de assunção de risco e ampliação da instabilidade potencial. Com isso, os controles de capitais como parte de políticas macroprudenciais deveriam garantir a internalização desse componente de risco sistêmico na esfera do cálculo privado (Korinek, 2011).

Nesse contexto, o Bacen parece procurar ajustar sua estratégia de gestão dos fluxos de capitais às condições correntes e prospectivas da dinâmica dos mercados financeiros globalizados e desregulamentados. Diante da ruptura dos canais de crédito e do risco de quebra das instituições financeiras, os bancos centrais, ao redor do mundo, especialmente nas economias centrais, têm reagido à CFG com farta expansão da liquidez. Em grande medida, tais recursos procuram abrigo e rentabilidade em ativos emitidos por economias emergentes, como o Brasil. Tal característica, observada entre 2008 (auge da crise originada nos EUA)

e 2010 (forte retomada na entrada líquida de capitais nas economias emergentes), reproduziu-se no âmbito do recrudescimento da crise na Zona do Euro, a partir dos últimos meses de 2011.

Para sustentar essa perspectiva, são analisados os impactos da instabilidade financeira recente, com ênfase nos dados de 2011 e 2012, bem como a evolução do endividamento externo da economia brasileira. Argumentos e evidências estão organizados da seguinte forma: após esta breve **Introdução**, a seção 1 resgata o debate recente acerca da utilização dos controles de capitais; a seção 2 apresenta o contexto em que o Bacen introduziu um reforço nos controles de capitais em março de 2012; a seção 3 mostra os impactos da crise da Zona do Euro sobre as condições de liquidez global; a seção 4 ilustra a evolução do passivo externo; e a seção 5 resume argumentos e traça perspectivas.

1 Controles de capitais como instrumento de gestão macroeconômica

A eliminação das restrições à livre movimentação de capitais, tanto no plano doméstico quanto no internacional, é característica marcante da assim chamada globalização financeira. Desde meados dos anos 80, tem-se verificado forte ampliação nos indicadores de tamanho e profundidade dos distintos segmentos dos mercados financeiros, bem como nos fluxos e estoques de capitais constituídos a partir de transações transfronteiras.² Nesse mesmo período, as crises financeiras eclodiram com mais frequência e apresentaram efeitos cada vez mais disruptivos sobre o lado real das economias (Arestis; Paula, 2008; Griffith-Jones; Ocampo; Stiglitz, 2010; Davidson, 2011).

A literatura teórica convencional sugere que, em analogia aos efeitos da liberalização no comércio, a liberalização financeira teria propriedades potencializadoras do crescimento e do bem-estar (Obstfeld; Taylor, 2004; Prasad *et al.*, 2003; Kose *et al.*, 2006). Por meio

¹ Divisas conversíveis são as moedas nacionais que são utilizadas, em âmbito internacional, como meio de troca, unidade de conta e reserva de valor. Em cada sistema monetário internacional, somente a divisa-chave (no contexto atual, o dólar norte-americano) desempenha integralmente essas funções, enquanto as divisas dos demais países centrais as desempenham parcialmente (Prates, 2005).

² O Fundo Monetário Internacional (FMI) (IMF, 2012, Statistical Appendix, Table 1) reporta que, ao final de 2010, ainda sob os efeitos da deflação de preços de ativos pós-CFG, os mercados internacionais de ações, títulos de dívida e ativos bancários teriam, somados, o valor de US\$ 257 trilhões, o que, então, equivalia a 407,3% do Produto Interno Bruto (PIB) mundial. Para uma perspectiva de longo prazo sobre a evolução dos mercados financeiros com distintas estimativas de fluxos e estoques de capitais, ver Obstfeld e Taylor (2004), Prasad *et al.* (2003) e Kose *et al.* (2006).

de canais diretos — aumento do acesso à poupança, entendida como condição prévia ao incremento no investimento, compartilhamento de risco e alocação mais eficiente dos recursos — e indiretos — melhoria do ambiente de negócios e da gestão macroeconômica, aprofundamento e modernização dos mercados financeiros, etc. —, os fluxos de capitais internacionais permitiram ampliar a remuneração ajustada pelo risco nos países que possuem excesso de capital (“Norte”) e, simultaneamente, reduzir a restrição de acesso à poupança nos países carentes de capital (“Sul”). Nessa perspectiva, dever-se-ia esperar que os processos de liberalização financeira externa estivessem associados à aceleração no crescimento e à redução na volatilidade do consumo, entendida esta como uma medida bem-estar da sociedade.

Causa frustração no *mainstream* da Economia a falta de evidências robustas que sustentem o elo teórico esperado entre liberalização financeira e crescimento com estabilidade. Pelo contrário, predominam os resultados em contrário, de que o ambiente de finanças globalizadas e desregulamentadas produz menor crescimento e maior instabilidade. Tais resultados seriam ainda mais potentes no caso das economias emergentes, onde os ciclos financeiros exogenamente determinados imporiam uma dinâmica de “boom and bust” (Prasad *et al.*, 2003; Arestis; Paula, 2008).

Antes da crise financeira global, a tendência dentro do *mainstream* era não levar ao limite as implicações normativas dos resultados reiterados da literatura empírica. Vale dizer, se a liberalização financeira, doméstica e externa, produz ambientes propensos à instabilidade e se não há sinais evidentes de que gere mais crescimento econômico, caberia aos formuladores de política econômica a adoção de uma postura mais cautelosa diante da crescente liquidez internacional e da elevada volatilidade dos fluxos de capitais (Prasad *et al.*, 2003; Griffith-Jones; Ocampo; Stiglitz, 2010).

Ao invés disso, e sob o aplauso e o incentivo de economistas acadêmicos fiéis ao paradigma dos mercados eficientes e de financistas, governos de países avançados, emergentes e em desenvolvimento seguiram apostando na via da desregulamentação. Para evitar as crises, dizia-se, bastaria modernizar as instituições locais, em mimetismo com as congêneres dos Estados Unidos e da Europa, aumentar a transparência das informações, fortalecer os princípios da concorrência e estabilizar as finanças públicas e a inflação de bens e serviços. Foi preservado algum espaço para a regulação prudencial das instituições financeiras, especialmente dos bancos, e sempre com ênfase no em-

prego de mecanismos de mercado e na dimensão microeconômica (das instituições individualmente e não da sua interação sistêmica). Porém descartava-se o emprego de controles disseminados sobre a atuação de agentes privados operando nos mercados financeiros.

Tal quadro tem-se alterado desde a eclosão da CFG. Mesmo que permaneça a defesa ideológica — ou oportunista, quando se pensa nos interesses das próprias instituições financeiras — e sem fundamentação robusta nas análises empíricas do ambiente de desregulamentação, percebe-se que os formuladores de política vêm reintroduzindo controles sobre os fluxos de capitais, no que agora se convencionou chamar de regulação macroprudencial. A literatura sobre sua eficácia é controversa. Há evidências de que os controles são capazes de alterar o perfil de maturidade dos influxos e abrir maior espaço de autonomia para a política monetária.³ Sua gestão precisa ser pragmática, pois envolve um processo de aprendizagem e interação: de um lado, os investidores buscam criar artifícios para burlar as restrições impostas; de outro, os reguladores precisam estar atentos a tais movimentos e à evolução das condições de risco e liquidez dos distintos segmentos dos mercados (Ariyoshi *et al.*, 2000; Ostry *et al.*, 2010; Griffith-Jones; Ocampo; Stiglitz, 2010; Blanchard *et al.*, 2012).

Em seu sentido mais amplo, os controles de capitais referem-se a quaisquer restrições impostas sobre fluxos de entrada ou saída de capitais de uma economia.⁴ Eles podem basear-se em procedimentos administrativos, que regulam a possibilidade de os agentes econômicos — residentes ou não residentes — assumirem posições ativas (adquirindo direitos) e passivas (assumindo obrigações) em distintos segmentos dos mercados financeiros; ou podem basear-se em mecanismos de preço, que afetam a rentabilidade dos investimentos realizados, no sentido de restringi-los ou estimulá-los. Controles podem ser impostos sobre tipos específicos de fluxos, que, por

³ Baba e Kokenyne (2011) revisam a literatura sobre controle de capitais e analisam a experiência recente de utilização do Imposto Sobre Operações Financeiras (IOF) para controlar os fluxos de capitais no Brasil (2008), o sistema de reservas de requerimento utilizado na Tailândia (2006-08) e na Colômbia (2007-08) e a ampla liberalização dos fluxos de saídas de capitais na Coreia (2005-08). Observou-se que os controles de capitais: (a) são capazes de alterar a maturidade dos fluxos; (b) criam mais espaço para que a política monetária atue no sentido pretendido pelos seus formuladores; e (c) têm feitos temporários, vale dizer, os investidores procuram evadir seus efeitos, o que produz o desafio de permanente ajuste de instrumentos e estratégias por parte da autoridade monetária.

⁴ Detalhes em Ariyoshi *et al.* (2000) e Forbes (2008).

sua vez, representam distintos segmentos dos mercados financeiros, como instrumentos de dívida, ações, empréstimos, etc.

Assim, por exemplo, ao decidir proibir que não residentes atuem em segmentos do mercado doméstico de capitais, as autoridades monetárias estão adotando um controle quantitativo, de caráter administrativo e que afeta a entrada de capitais de não residentes nos mercados que negociam os ativos que forem objeto dessa restrição. Por outro lado, a introdução de uma taxa sobre operações financeiras nesses mesmos instrumentos representaria um mecanismo de preço que afeta a rentabilidade de não residentes que operam nos mercados domésticos.

Portanto, as autoridades têm o poder de segmentar sua atuação, visando ao atendimento de certos objetivos, com elevado grau de discricionariedade sobre o tipo de fluxo a ser regulado, na medida em que os governos nacionais mantêm assegurada a prerrogativa de impor controles de capitais. Tal liberdade está assegurada nos atos constitutivos do Fundo Monetário Internacional, o que amplia espaço para a formulação de políticas econômicas. O mesmo não ocorre no caso das transações internacionais de mercadorias, serviços e, em alguma medida, investimentos na modalidade de Investimento Direto Externo (IDE), objetos de regulação no âmbito da Organização Mundial do Comércio (OMC) e/ou de acordos regionais ou bilaterais.

2 Controles de capitais nos marcos do agravamento da crise na Zona do Euro

No contexto do agravamento da CFG, as autoridades monetárias vêm adotando medidas macroprudenciais voltadas, dentre outras coisas, à moderação no ritmo de expansão do crédito doméstico e à minimização dos impactos da instabilidade financeira internacional sobre a economia brasileira (Banco Central do Brasil, 2012; Brasil, 2011, 2012, 2012a). Para efeitos do presente trabalho, cabe destacar a maior proatividade do Bacen na gestão dos fluxos de capitais, especialmente por meio do uso do IOF em distintas modalidades de ativos financeiros. Aparentemente, há preocupações com os efeitos do influxo de capitais sobre os níveis de endividamento e os preços dos

ativos financeiros domésticos e os preços macroeconômicos, especialmente a taxa de câmbio.⁵

No início de março de 2012, o Governo brasileiro adotou novas medidas de desestímulo ao endividamento externo. No dia 1^o desse mês, além de estender o IOF de 6% para títulos e empréstimos (tanto bancários como intercompanhias) com prazo mínimo de três anos (ao invés de dois anos, como vigente desde abril de 2011), foram proibidas as operações de pagamento antecipado de exportações com prazo superior a um ano. Alguns dias depois, no dia 12, o IOF foi novamente estendido, passando a incidir sobre captações com prazo mínimo de cinco anos.

Conforme será detalhado na seção 3, os dados divulgados pelo Banco Central do Brasil no final de abril, referentes às contas externas do primeiro trimestre do ano, ajudam a elucidar a *rationale* por detrás dessas medidas.⁶ No caso das operações de pagamento antecipado às exportações, uma modalidade de financiamento ao comércio exterior, em geral, fora do escopo dos controles de capitais, o Bacen detectou um aumento das operações de maior prazo de maturação por um número pequeno de empresas, que, ao que tudo indica, estavam utilizando esse mecanismo para realizar operações de arbitragem de juros. Assim, a medida teve como alvo essas operações.

Já em relação ao IOF, ao contrário do ocorrido no primeiro trimestre de 2011 — quando a economia brasileira se deparou com uma enxurrada de captações externas por parte de empresas e, principalmente, bancos —, em 2012, o aumento do estoque de dívida externa contratada por esses agentes foi muito pequeno em relação ao patamar de dezembro de 2011 (0,7% frente ao percentual de 8,5% no mesmo

⁵ Assim, de acordo com o Ministério da Fazenda (Brasil, 2012a, p. 119): “Devido ao grande volume de capital que entra no país, o Governo brasileiro decidiu tomar medidas macroprudenciais a fim de mitigar os efeitos dos fortes fluxos de capitais de curto prazo. O principal instrumento utilizado foi o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) para determinadas categorias de capital, como investimentos em ações, renda fixa e empréstimos diretos, dependendo do prazo da operação”.

Sobre a relação entre as políticas adotadas e o comportamento da taxa de câmbio, o Ministério da Fazenda (Brasil, 2012, p. 108) afirma que: “Em 2011, após um período de apreciação do Real, o dólar voltou ao patamar de R\$/US\$ 1,8, encerrando o ano em R\$/US\$ 1,87. As medidas macroprudenciais e a política de acumulação de reservas internacionais contribuíram para a redução da volatilidade da taxa de câmbio, a despeito da crise de expectativas provocada pelas incertezas financeiras na Europa. Sem abandonar o regime flutuante, o Governo tem atuado para garantir uma taxa de câmbio competitiva para o País”.

⁶ Aqui e ao longo do texto, os dados primários do setor externo são do Banco Central do Brasil (2012a). Ver, também, Brasil (2011, 2012, 2012a).

trimestre de 2011). Assim, nesse caso, o reforço dos controles de capitais parece ter sido, sobretudo, preventivo, diante dos receios do Governo de uma nova avalanche de capitais estrangeiros decorrente do “tsunami monetário” — termo cunhado pela Presidente Dilma após a expansão da liquidez pelo Banco Central Europeu (BCE), no âmbito da nova linha de assistência de liquidez aos bancos (com condições extremamente favoráveis) criada em dezembro. Ou seja, ao invés de reagir *ex post*, como em 2011, o Governo optou, corretamente, por se antecipar à provável retomada do endividamento externo, devido seja aos seus efeitos sobre o patamar da taxa de câmbio (que voltou ao centro das preocupações da política econômica em março), seja ao impacto sobre a vulnerabilidade externa decorrente do descasamento de moeda inerente a essa modalidade de fluxo de capital.

Essa nova linha de assistência de liquidez do Bacen, ao lado de outras ações dos bancos centrais dos países avançados em dezembro, foi eficaz em evitar a transformação da crise soberana da área do euro numa crise bancária de grandes proporções, acontecimento que se tornou cada vez mais provável ao longo do último trimestre de 2011. Nesse contexto, a aversão aos riscos entrou novamente em trajetória ascendente, contaminando os fluxos de capitais para os países emergentes.

A economia brasileira não ficou incólume, mas o contágio foi bem menor do que o observado em 2008, quando a falência do Lehman Brothers transformou a então crise *subprime* num crise sistêmica global. A dívida externa total (exclusive empréstimos intercompanhias) ficou estável na comparação de setembro contra dezembro de 2011, período que pode ser considerado (até o momento) o ápice da crise da área do euro. Isto porque o aumento das dívidas dos Outros setores (que inclui, sobretudo, empresas) em 2,4% contrabalançou a retração da dívida pública (1,5%) e dos bancos (1%). Todavia o dado que mais chama atenção refere-se ao crescimento de 3,7% dos empréstimos intercompanhias (sujeito a outros condicionantes, como as estratégias das matrizes), que garantiu um avanço de 1% da dívida externa brasileira (incluindo esses empréstimos) nesse trimestre adverso.

A melhora das condições monetárias internacionais que se seguiu àquelas ações foi acompanhada, por sua vez, pelo aumento do apetite por riscos e pela busca de oportunidades de lucros pelos investidores globais. Um dos reflexos desse ambiente foi o retorno dos investimentos estrangeiros de portfólio para a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) em janeiro. No âmbito do endividamento externo, se forem compara-

dos os estoques de março de 2012 e de dezembro 2011, mais uma vez, a modalidade de destaque foram os empréstimos intercompanhias, com alta de 10,9% frente aos percentuais de 0,9% no caso dos bancos e de 0,4% dos Outros setores.

Em suma, além da dimensão preventiva, a extensão do IOF para operações de maior prazo de duração também parece ter sido uma reação ao crescimento atípico desses empréstimos de maior prazo de duração, estimulados seja pela fragilidade das economias de origem das matrizes, seja pelas oportunidades de lucro no Brasil, dados o ainda elevado diferencial entre os juros internos e os externos e a abundante liquidez internacional.

3 A crise do euro e os fluxos de capitais para o Brasil

O último trimestre de 2011 caracterizou-se pela forte deterioração das condições financeiras da economia global em função do aprofundamento da crise da área do euro, com foco nos bancos com alta exposição à dívida dos GIIPS, acrônimo utilizado para se referir aos países (até então) atingidos pela crise (Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Espanha) (IMF, 2012).

A crise soberana, produto de uma crise financeira privada, ameaçou metamorfosear-se numa nova crise privada. Isto porque a fragilidade dessas economias, reforçada pela própria resposta à crise (a austeridade fiscal), bem como a probabilidade cada vez maior de uma recessão na área do euro, contaminou o valor dos ativos dos bancos europeus. Essas instituições depa-raram-se com dificuldades crescentes de obtenção de recursos sem garantia (seja nos mercados de títulos, seja nos mercados interbancários), e o custo das linhas de curto prazo em dólar atingiu, em novembro, o patamar mais elevado desde a crise sistêmica de 2008. Esse contexto, por sua vez, levantou temores de um movimento generalizado de desalavancagem por parte desses bancos, com ampla venda de ativos e contração do crédito, o que reforçaria ainda mais a frágil situação econômica da região. A necessidade de aumento de capital dos grandes bancos europeus diante das regras mais rígidas de requerimento de capital (a serem cumpridas até meados de 2012) reforçou ainda mais esses temores (BIS, 2012; IMF, 2012).

A eclosão de uma crise bancária de grandes dimensões na área do euro foi, contudo, evitada em função de um conjunto de iniciativas do BCE e dos

demais bancos centrais dos países avançados, voltadas para o alívio das condições de financiamento dos bancos da região. Dentre essas iniciativas, a mais importante, sem dúvida, foi a nova linha de crédito do BCE com prazo de três anos, a juros de 1% ao ano, anunciada no dia 8 de dezembro de 2011 e que envolveu dois leilões (nos dias 21.12.2011 e 29.02.2012) no valor total de cerca de € 1 trilhão. Também contribuíram para esse alívio a redução do custo e a ampliação do prazo das linhas de *swap* dólar-euro promovidas pelos Bancos Centrais da Inglaterra e da Suíça (BIS, 2012).

De acordo com a mais recente avaliação do FMI sobre os mercados financeiros internacionais (IMF, 2012), as ações dos bancos centrais foram eficazes em reduzir os riscos de mercado e de liquidez, bem como em aumentar o apetite por risco, principalmente, por ativos das economias emergentes. Com isso, as mudanças nas condições monetárias e financeiras globais afetaram os fluxos de capitais para as economias emergentes.

As estatísticas sobre esses fluxos no começo de 2012 ainda não estão disponíveis (há uma defasagem de seis meses a um ano, dependendo da fonte de informação), mas, de acordo com os últimos relatórios do Bank for International Settlement (BIS) (BIS, 2012), do FMI (IMF, 2012) e do International Institute of Finance (IIF) (IIF, 2012), no último trimestre de 2011, empresas e instituições financeiras dessas economias enfrentaram crescentes dificuldades de captação de novos recursos mediante títulos e empréstimos no mercado financeiro internacional. Ademais, os investidores globais também liquidaram aplicações nos mercados financeiros emergentes, no âmbito do movimento de fuga para qualidade (ou seja, em direção dos títulos do Governo norte-americano), que caracteriza os momentos de aumento da aversão aos riscos. Ou seja, assim como no último trimestre de 2008, os fundamentos macroeconômicos favoráveis (subjacentes à estabilidade do risco atribuído aos mercados emergentes) não foram suficientes para blindar essas economias da deterioração naquelas condições.

Em contrapartida, o alívio das condições monetárias no primeiro trimestre de 2012 foi suficiente para aumentar o apetite dos investidores por ativos de países emergentes, o qual se descolou da evolução das condições financeiras globais, situação inédita até então. As especificidades do período que sucedeu a crise financeira global de 2008 parecem explicar, em grande medida, a dissociação entre essas duas últimas variáveis (apetite por risco e condições financeiras): por um lado, a abundância de recursos líquidos

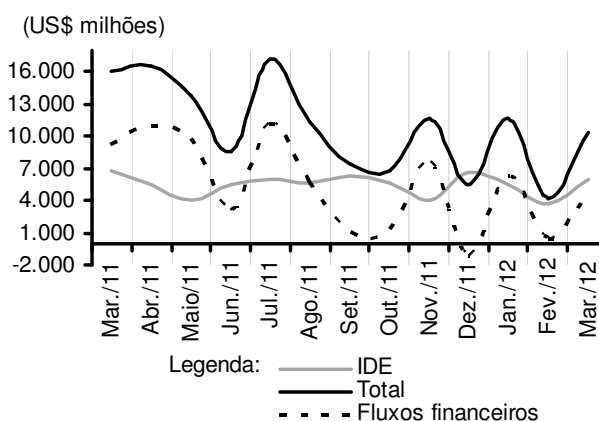
(proveniente da expansão dos balanços dos bancos centrais) em busca de valorização num ambiente de não resolução da crise nos países avançados (mesmo nos Estados Unidos, o mercado de crédito ainda não voltou à normalidade); por outro lado, as perspectivas de lucro nas economias emergentes, em função do seu maior dinamismo econômico, do diferencial positivo entre os juros internos e os externos e das oportunidades de ganho nos mercados acionários.

Assim, a partir de janeiro de 2012, os fluxos de capitais retornaram aos países emergentes. Os investidores globais retomaram posições em ações, títulos de renda fixa e moedas, que voltaram a se apreciar. Essas posições foram estimuladas, igualmente, pela declaração, em meados de janeiro, do Presidente do Federal Reserve, Ben Bernanke, de que o juro básico dos Estados Unidos permanecerá no piso histórico até 2014 e pela ligeira melhora das condições macroeconômicas globais ao longo do primeiro trimestre (ancorada, principalmente, nas economias chinesa e norte-americana), as quais se refletiram numa elevação das projeções de crescimento pelo FMI (IMF, 2012a).

O Brasil foi um dos destinos desses fluxos em janeiro e março, como revela a trajetória dos fluxos financeiros (soma das modalidades Investimento estrangeiro de portfólio e Outros investimentos) e a do IDE, registradas no Gráfico 1. Nota-se que o IDE funcionou como “colchão amortecedor” do efeito-contágio do aprofundamento da crise do euro sobre as demais modalidades de capital estrangeiro, particularmente no último trimestre de 2011.

Gráfico 1

Ingresso líquido de capitais externos, por principais modalidades, no Brasil — mar./11-mar./12

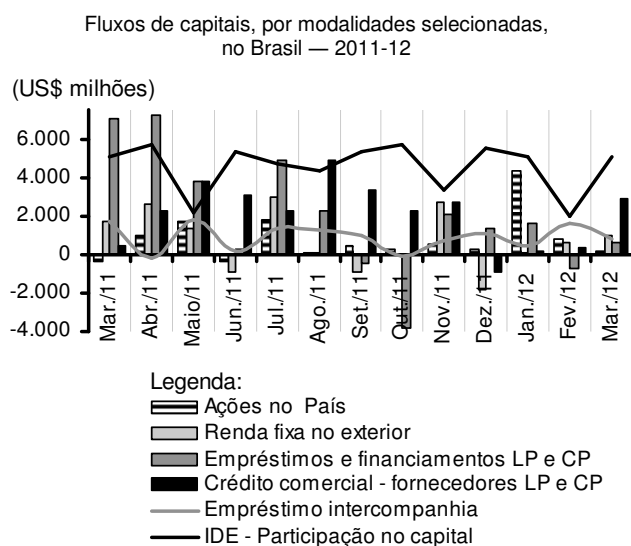


FONTE: Banco Central do Brasil (2012a).

Para compreender o impacto do aprofundamento e do alívio da crise da área do euro, entre setembro de

2011 e março de 2012, sobre os fluxos de capitais para a economia brasileira, é preciso desagregar os dados e analisar a evolução das principais modalidades de recursos externos. Algumas conclusões podem ser extraídas dessa análise (Gráfico 2).

Gráfico 2



FONTE: Banco Central do Brasil (2012a).

Em primeiro lugar, o efeito-contágio da crise da área do euro, no último quadrimestre de 2011, sobre esses fluxos não foi tão intenso como sugere as análises do BIS e do FMI, sintetizadas acima. Em novembro de 2011, por exemplo, as três modalidades de endividamento externo cresceram (crédito comercial, empréstimos e financiamentos e emissão de títulos de renda fixa no exterior), revelando a abertura de uma janela de oportunidades, nesse mês, para captações no exterior de residentes no País. Em dezembro do mesmo ano, auge das tensões, os empréstimos e financiamentos bancários foram positivos, neutralizando, em grande parte, o déficit em títulos de renda fixa no exterior.

Também chama atenção a evolução do crédito comercial, que se tornou negativo somente em dezembro de 2011. Além da especificidade dessa modalidade de financiamento externo, que a torna mais resistente às turbulências no mercado financeiro internacional (dadas a vinculação com o comércio exterior e, com isso, a existência de garantias reais), de acordo com o Bacen, algumas empresas brasileiras estavam utilizando operações de pagamento antecipado às exportações para realizarem arbitragem entre os juros internos e os externos. A expectativa de que essa estratégia seria retomada com o alívio da crise do euro, no início

de 2012 (o que se confirmou, como mostra a recuperação do crédito comercial em março), condicionou a imposição pelo Bacen, em março de 2012, de um prazo máximo de um ano para essas operações.

Em segundo lugar, no que diz respeito à retomada dos fluxos financeiros no primeiro trimestre de 2012, em janeiro, ela se ancorou, sobretudo, nas aplicações de não residentes na Bovespa. Além da eliminação do IOF sobre essas aplicações em dezembro, elas foram atraídas pelas perspectivas de ganho especulativo, dados os baixos preços de várias ações em função da desvalorização ao longo de 2011. Somente em março de 2012, houve retomada mais expressiva e generalizada dos empréstimos bancários e da emissão de títulos no exterior, que, ao lado do pagamento antecipado às exportações, foram atingidas pelas novas medidas de controle de capitais.

Assim, a extensão do IOF para operações de prazo mínimo inferior a três anos e, em seguida, de cinco anos também teve uma dimensão preventiva, diante do receio de um forte crescimento do endividamento externo, que ainda não se tinha concretizado. Em contrapartida, no caso dos empréstimos intercompanhias, também sujeitos a esse IOF, o desempenho acumulado do primeiro bimestre de 2012 já recomendava uma reação da política econômica: ingressaram US\$ 2,8 bilhões somente nessa modalidade de IDE, contra US\$ 1,6 bilhão mediante emissão de títulos de renda fixa no exterior e US\$ 1,4 bilhão em empréstimos bancários.

A evolução do estoque da dívida externa brasileira analisada a seguir sanciona essa conclusão, qual seja, a de que a retomada dos controles de capitais pelo Governo brasileiro em março teve um caráter, em grande medida, preventivo, exceto no caso dos empréstimos intercompanhias.

4 A evolução do estoque de endividamento externo da economia brasileira

A partir de abril de 2011, o Bacen passou a adotar uma nova metodologia de classificação dos dados de estoque de dívida externa, que distingue quatro setores institucionais (Banco Central do Brasil, 2007): (a) autoridade monetária; (b) Governo geral, que inclui transações efetuadas pelos Governos Federal, Estaduais e Municipais, pelos fundos de seguridade social desses três níveis de governo e pelas instituições sem

fins lucrativos controladas pelas entidades governamentais; (c) bancos, que abrange as transações efetuadas por bancos comerciais, múltiplos e de investimento; associações de poupança e empréstimos; cooperativas de créditos; sociedades de crédito, investimento e financiamento; e sociedades de crédito imobiliário; (d) outros setores, que engloba as transações realizadas por empresas não financeiras (públicas e privadas), companhias de seguro, fundos de pensão, instituições financeiras não bancárias (sociedades corretoras de câmbio e distribuidoras de títulos e valores mobiliários; bolsas de valores e câmaras ou prestadoras de *clearing* cambial) e pessoas físicas.

Os dados disponibilizados com a utilização dessa metodologia sugerem que a economia brasileira passou por uma nova fase de ampliação do endividamento externo privado no período pós-crise financeira global (Tabela 1). Na comparação de março de 2012 com dezembro de 2008, a dívida externa total avançou 51,03%, em função, sobretudo, do aumento da dívida dos bancos (87,8%), seguidos pelos outros setores (59,3%). Já o endividamento público (Governo e autoridade monetária) ficou praticamente estável (queda de 0,77%).

O crescimento da dívida externa total só não foi mais expressivo devido ao aprofundamento da crise da área do euro a partir de setembro de 2011. A eficácia da utilização do IOF na contenção do endividamento sobre captações externas de prazo inferior a um ano em março de 2011, estendido para operações de prazo mínimo de dois anos em abril de 2011, foi mitigada pelo ambiente de liquidez externa abundante, queda do risco-Brasil e busca de oportunidades de lucros pelos investidores globais, o qual possibilitou aos bancos brasileiros o alongamento dos prazos das emissões de papéis no exterior e dos empréstimos bancários.⁷

Após a adoção desse controle de capital (no segundo e, em menor medida, no terceiro trimestre de 2011), a dívida externa do setor privado (bancos e outros setores) ainda apresentou taxas expressivas de crescimento (Gráfico 3). Todavia esse controle de capital teve um efeito positivo sobre o perfil de vencimento da dívida, sobretudo, dos bancos. No caso desses agentes, a participação da dívida de curto prazo no total recuou de 40,9% em março de 2011 para 25,3% em março de 2012. Já no âmbito do segmento outros setores, a queda dessa participação foi menor, de 9,9% para 9% no mesmo período. Isso se explica por a dívida dos bancos responder por uma maior parcela do total (a dívida externa de curto prazo, que respondia

por 20,8% do total no mês de adoção do IOF sobre captações externas (março de 2011), recuou para 12,3% do total um ano depois). Assim, a experiência brasileira recente confirma que os controles de capitais são capazes de alterar o perfil do endividamento externo, induzindo um alongamento da sua maturidade, como destacado em Baba e Kokenyne (2011).

No auge até então da crise da área do euro (último trimestre de 2011), a alta da aversão aos riscos e as dificuldades enfrentadas pelos bancos europeus resultaram numa leve contração da dívida dos bancos na comparação dos estoques de dezembro com os de setembro. Em contrapartida, as empresas (incluídas em outros setores) ainda encontraram algumas alternativas de captação no mercado financeiro internacional, principalmente mediante as modalidades de crédito comercial. Com isso, a dívida desse grupo avançou 2% nesse período. Contudo o que chama mais atenção é a evolução de outra categoria de dívida, os empréstimos intercompanhias, excluídos das estatísticas de dívida externa total, mas também sujeitos ao IOF. O estoque desses empréstimos cresceu 3,7% nesse trimestre (enquanto a dívida externa total somada os empréstimos intercompanhias cresceu 1% no período).

Num ambiente de baixo crescimento e/ou perspectiva de recessão nos países avançados e abundante liquidez internacional, as matrizes no exterior das empresas multinacionais presentes no Brasil, com excesso de recursos líquidos, transferiram recursos para suas filiais brasileiras por meio dessa modalidade de IDE, principalmente em busca de ganhos financeiros diante da manutenção do diferencial entre os juros internos e os externos, num patamar ainda elevado em termos comparativos.

Essa estratégia foi reforçada no primeiro trimestre de 2012, quando os empréstimos intercompanhias avançaram 10,9% (acima da taxa média trimestral do período dez./09 a mar./11), contra o percentual de somente 0,5% da dívida externa total. Assim, no caso da economia brasileira, os empréstimos intercompanhias foram um importante canal de transmissão da melhora nas condições monetárias internacionais, nesse período. Em contrapartida, tanto a dívida externa dos bancos como a do segmento outros setores avançaram muito pouco (0,9% e 0,4%). Caso se considere o total da dívida externa privada (excluídos os empréstimos intercompanhias), ela cresceu 0,5% frente ao percentual de 7,5% no mesmo trimestre de 2011.⁸ Esses dados corroboram a hipótese de que a extensão do IOF para captações de prazo mais longo teve uma dimensão preventiva e reativa.

⁷ Detalhes sobre o tema encontram-se em Freitas (2011), IMF (2012; 2012a), IIF (2012) e BIS (2012).

Finalmente, vale mencionar que o forte crescimento desses empréstimos entre dezembro de 2009 e março de 2011 (considerando a média trimestral, inferior somente ao desempenho da dívida dos bancos,

5,2% contra 5,4%) mostra a importância de incluir essa modalidade de IDE na estratégia de gestão dos fluxos de capitais, estratégia até então inédita no Brasil e nos demais países emergentes.

Tabela 1

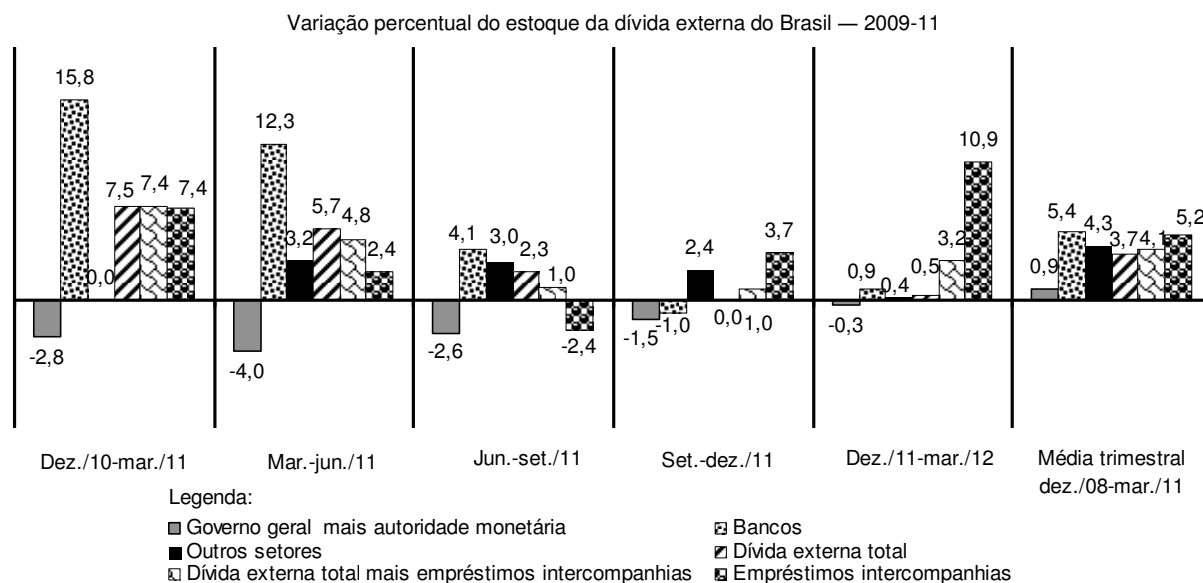
Dívida externa total, por tipo de devedor, do Brasil — 2008-12

DISCRIMINAÇÃO	DEZ/08	DEZ/09	DEZ/10	MAR/11	JUN/11	SET/11	DEZ/11	MAR/12
DÍVIDA EXTERNA TOTAL (US\$ milhões)	198.340	198.192	256.804	275.947	291.648	298.219	298.204	299.562
Curto prazo (US\$ milhões)	36.444	30.972	57.307	57.475	54.686	45.932	40.149	36.777
Percentual do total	18,4	15,6	22,3	20,8	18,8	15,4	13,5	12,3
Longo prazo (US\$ milhões)	161.896	167.220	199.497	218.473	236.962	252.287	258.055	262.785
Governo geral mais autoridades monetárias (US\$ milhões)	62.565	68.885	69.573	67.607	64.894	63.187	62.270	62.085
Percentual do total	31,5	34,8	27,1	24,5	22,3	21,2	20,9	20,7
Governo geral (US\$ milhões)	62.555	64.372	65.127	63.029	60.273	58.678	57.838	57.613
Curto prazo (US\$ milhões)	17	0	0	0	0	0	0	0
Crédito comercial (US\$ milhões)	17	0	0	0	0	0	0	0
Longo prazo (US\$ milhões)	62.538	64.372	65.127	63.029	60.273	58.678	57.838	57.613
Títulos da dívida (US\$ milhões)	41.562	43.773	41.042	39.044	38.741	36.822	37.776	37.760
Empréstimos (US\$ milhões)	19.158	18.844	22.908	22.722	19.944	20.197	18.428	18.215
Crédito comercial (US\$ milhões)	1.318	1.319	763	880	1.071	1.151	1.075	1.088
Outros passivos da dívida (US\$ milhões)	501	436	414	384	517	508	559	550
Autoridades monetárias (US\$ milhões)	10	4.513	4.446	4.577	4.621	4.508	4.433	4.472
Longo prazo (US\$ milhões)	10	4.513	4.446	4.577	4.621	4.508	4.433	4.472
Empréstimos (US\$ milhões)	10	3	0	0	0	0	0	0
Outros passivos da dívida (US\$ milhões)	0	4.510	4.446	4.577	4.621	4.508	4.433	4.472
Bancos (US\$ milhões)	74.237	63.623	103.143	119.475	134.161	139.650	138.249	139.449
Percentual do total	37,4	32,1	40,2	43,3	46,0	46,8	46,4	46,6
Curto prazo (US\$ milhões)	34.943	28.497	51.079	48.848	49.157	43.163	38.066	35.311
Percentual do total dos bancos	47,1	44,8	49,5	40,9	36,6	30,9	27,5	25,3
Títulos da dívida (US\$ milhões)	3.148	2.432	7.225	8.559	3.013	2.992	354	282
Empréstimos (US\$ milhões)	30.764	25.261	42.332	39.342	45.208	39.365	36.979	34.175
Outros passivos da dívida (US\$ milhões)	565	162	1.130	547	146	133	140	140
Moeda e depósitos (US\$ milhões)	467	642	392	399	790	674	592	713
Longo prazo (US\$ milhões)	39.294	35.126	52.063	70.627	85.004	96.486	100.184	104.138
Títulos da dívida (US\$ milhões)	19.932	18.168	30.036	36.362	43.368	46.258	47.535	49.643
Empréstimos (US\$ milhões)	17.558	16.102	21.350	21.350	21.350	21.350	21.350	21.350
Outros passivos da dívida (US\$ milhões)	1.804	856	677	677	677	677	677	677
Outros setores (US\$ milhões)	61.538	65.684	89.688	89.688	92.594	95.383	97.685	98.028
Percentual do total	31,0	33,1	34,9	32,5	31,7	32,0	32,8	32,7
Curto prazo (US\$ milhões)	1.484	2.475	6.228	8.835	8.835	8.835	8.835	8.835
Percentual do total dos outros setores	2,4	3,8	6,9	9,9	9,5	9,3	9,0	9,0
Títulos da dívida (US\$ milhões)	320	517	476	546	431	239	114	63
Empréstimos (US\$ milhões)	483	785	4.412	6.623	4.008	1.415	861	294
Outros passivos de dívida (US\$ milhões)	565	162	1.130	547	146	133	140	140
Crédito comercial (US\$ milhões)	447	363	589	567	691	850	870	871
Longo prazo (US\$ milhões)	60.054	63.209	77.860	80.239	87.065	92.614	95.601	96.562
Títulos de dívida (US\$ milhões)	23.640	24.623	24.017	24.500	26.948	26.064	25.794	25.800
Empréstimos (US\$ milhões)	16.764	18.470	27.641	28.269	30.460	34.299	36.355	37.393
Crédito comercial (US\$ milhões)	14.830	18.163	24.224	25.725	27.675	30.348	31.147	31.050
Outros passivos de dívida (US\$ milhões)	4.820	1.952	1.978	1.744	1.982	1.903	2.305	2.319
Empréstimos intercompanhias (US\$ milhões)	64.570	79.372	95.137	102.144	104.555	102.087	105.913	117.460
Dívida externa total mais empréstimos inter- companhias (US\$ milhões)	262.910	277.563	351.941	378.092	396.203	400.306	404.117	417.022

FONTE: Banco Central do Brasil (2012a).

⁸ A Tabela 1, nas duas últimas linhas, apresenta os valores da dívida externa total (incluindo os empréstimos intercompanhia) e dos empréstimos intercompanhias isoladamente. A diferença entre esses dois valores fornece a dívida externa total líquida de tais empréstimos, cujas taxas de variação foram indicadas no texto.

Gráfico 3



FONTE: Banco Central do Brasil (2012a).

NOTA: A dívida externa total exclui empréstimos intercompanhias.

5 Considerações finais

O presente artigo procurou compreender as razões que levaram o Banco Central do Brasil a ampliar os controles dos fluxos de capitais nos marcos de agravamento do quadro de instabilidade, nos mercados financeiros, em função da crise na Zona do Euro. As evidências sugerem que não se confirmou o eventual temor do Governo de uma nova avalanche de capitais externos na forma de dívida, que teria efeitos adversos sobre a taxa de câmbio e a vulnerabilidade externa. Vale dizer, a evolução dos fluxos de capitais e a do estoque da dívida externa brasileira autorizam a sugerir que a retomada dos controles de capitais pelo Governo brasileiro em março de 2011 teve um caráter, em grande medida, preventivo em relação aos efeitos potencialmente desestabilizadores de uma ampliação dos passivos externos, em meio a um quadro de crescente instabilidade financeira nos mercados internacionais. Contudo, devido à nova fase de turbulência na Zona do Euro, no segundo trimestre de 2012, não foi possível avaliar a eficácia do maior escopo do controle de capital sobre o endividamento externo.

Considera-se, por fim, prudente a manutenção da política de controles sobre os fluxos internacionais de capitais com vistas à moderação dos níveis de endividamento, bem como aos efeitos deletérios da volatilidade cambial e da eventual formação de bolhas em segmentos dos mercados financeiros e de ativos. A

experiência dos últimos anos tem reforçado a percepção, entre analistas e formuladores de política, particularmente nas economias emergentes, de que os ciclos financeiros exogenamente determinados são fonte mais de instabilidade do que de crescimento. Por decorrência, e seguindo a tradição keynesiana, agora resgatada por segmentos do *mainstream* da Economia, controles de capitais devem fazer parte do arsenal usual das autoridades monetárias. Formato e dosagem dos instrumentos podem e devem variar de acordo com a evolução nas condições de liquidez e na percepção dos riscos impostos à estabilidade geral do sistema financeiro doméstico. O que não se pode perder de vista é a importância de subordinar o grau de abertura da conta capital e financeira aos requisitos de manutenção de um ambiente de crescimento econômico com estabilidade financeira.

Referências

- ARESTIS, P. (Ed.); SAWYER, M. (Ed.). **21st keynesian economics**. Basingstoke: Palgrave MacMillan, 2010.
- ARESTIS, P.; PAULA, L. F. de. **Financial liberalization and economic performance in emerging countries**. Basingstoke: Palgrave Macmillan; 2008.

ARIYOSHI, A. *et al.* **Capital controls: country experiences with their use and liberalization.** Washington: IMF, 2000. (Occasional Paper, n. 190). Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op190/>>.

Acesso em: 3 maio 2013.

BABA, C.; KOKENYNE, A. **Effectiveness of capital controls in selected emerging markets in the 2000s.** Washington: IMF, 2011. (Working Paper, 11/281). Disponível em:

<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11281.pdf>>. Acesso em: 3 maio 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Balanco de Pagamentos** — Abertura por setores institucionais. Brasília: Banco Central do Brasil, 2007.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Notas econômico-financeiras para a imprensa** — Setor externo. 2012a. Disponível em:

<<http://www.bcb.gov.br/?ECOIMPrensa>>. Acesso em: 5 jun. 2012.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de atividades 2011.** Brasília: Banco Central do Brasil, 2012. V. 47.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENT (BIS). **Quartely Review**, March, 2012. Disponível em:

<http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1203.htm>. Acesso em: 3 maio 2013.

BLANCHARD, O. J. (Ed.) *et al.* **In the wake of the crisis: leading economists reassess Economic Policy.** Cambridge: MIT, 2012.

BLANCHARD, O. J.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. **Rethinking macroeconomic policy.** Washington: IMF, 2010. (IMF Staff Position Note, n. 10/03). Disponível em:

<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>>. Acesso em: 3 maio 2013.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Economia brasileira em perspectiva.** 12. ed. Brasília, DF: Ministério da Fazenda, 2011.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Economia brasileira em perspectiva.** 14. ed. Brasília, DF: Ministério da Fazenda, 2012.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Economia brasileira em perspectiva.** 15. ed. Brasília, DF: Ministério da Fazenda, 2012a.

DAVIDSON, P. **Post keynesian macroeconomic theory: a foundation for successful economic policies for the twenty-first century.** 2 ed. Massachusetts: Edward Elgar, 2011.

FORBES, K. J. Capital controls. In: DURLAUF, S. N.; BLUME, L. E. **The new palgrave dictionary of economics on line.** 2 ed. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2008. Disponível em:

<http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_C000025#header>. Acesso em: 1º jun. 2012.

FREITAS, M. C. P. A crise na área do euro. **Boletim de Economia**, São Paulo, n. 10, p. 21-37, dez. 2011. Disponível em:

<http://novo.fundap.sp.gov.br/arquivos/PDF/Boletim_de_Economia_10_COMPLETO.pdf>. Acesso em: 6 maio 2013.

GALATI, G.; MOESSNER, R. **Macroprudential policy: a literature review.** BIS: Basle, 2011. (Working Paper, n. 337).

GRIFFITH-JONES, S.; OCAMPO, J. A.; STIGLITZ, J. E. **Time for a visible hand: lessons from the 2008 world financial crisis.** New York: Oxford University, 2010.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **Global financial stability report: the quest for lasting stability.** Washington: IMF, 2012. Disponível em:

<<http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2012/01/pdf/text.pdf>>. Acesso em: 3 maio 2013.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **Macroprudential policy: an organizing framework.** Washington: IMF, 2011. Disponível em:

<<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/031411.pdf>>. Acesso em: 3 maio 2013.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **World Economic Outlook: Growth Resuming, Dangers Remain. World economic and financial surveys.** Washington: 2012a. Disponível em:

<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/pdf/text.pdf>>. Acesso em: 3 maio 2013.

KORINEK, A. **The new economics of capital controls imposed for prudential reasons.** Washington: IMF, 2011. (IMF Working Paper, n. 11/298). Disponível em:

<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11298.pdf>>. Acesso em: 3 maio 2013.

KOSE, M. A. *et al.* **Financial globalization: a reappraisal.** Washington: IMF, 2006. (IMF Working Paper, n. 06/189). Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06189.pdf>>. Acesso em: 3 maio 2013.

OBSTFELD, M., TAYLOR, A. M. **Global capital markets: integration, crisis and growth.** New York: Cambridge University, 2004.

OSTRY, J. D. *et al.* **Capital inflows: the role of controls.** Washington: IMF, 2010. (IMF Staff Position Note, n. 10/04). Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf>>. Acesso em: 3 maio 2013.

PRASAD, E. *et al.* **Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence.** Washington: IMF, 2003. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/res/docs/2003/031703.pdf>>. Acesso em: 6 maio 2013.

PRATES, D. M. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 263-288, maio/ago. 2005.

THE INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE (IIF). **Capital flows to emerging market economies.** Washington: IIF, 2012. Disponível em: <www.iif.com>. Acesso em: 3 maio 2013. (IIF Research Note, 13 Oct 2012).