

# **Metas para a Inflação, Intervenções Esterelizadas e Sustentabilidade Fiscal**

**Aluno: Ricardo Dahis**

**Orientador: Márcio Garcia**

## **Introdução**

Ao estabelecer medidas de controle de capitais, o principal objetivo é conter a entrada de capital de curto prazo. Esse tipo de investimento é muito líquido, trazendo com ele muita volatilidade e risco para o país receptor. Muitos autores argumentam que investimentos em carteira são preferíveis, pois tem menos solvência e visam o investimento de longo prazo. Controles de capitais também ajudam a não haver muita apreciação cambial e volatilidade no mercado de câmbio, trazendo de volta o poder do Banco Central sobre a política monetária.

Em geral, a literatura econômica trata de controle de capitais de curto-prazo sem considerar a capacidade dos investidores evitarem essas restrições. Em geral, pensa-se que regras “de jure” funcionam do mesmo jeito das “de facto”. O que não se percebe é que, em sistemas financeiros desenvolvidos, existem muitos outros ativos capazes de exercer o papel requerido no investimento em vista sem serem taxados.

A história da regulação no controle de capitais no Brasil sempre foi confusa. Em períodos de crise, nos quais entra pouco capital estrangeiro, o controle de entrada de capitais é afrouxado, pois este não é necessário. Em períodos de muito volume na entrada de capitais, é preciso aumentar a rigorosidade e passa-se a taxar a entrada de capitais. A instituição do Plano Real acabou com muitos problemas antes existentes pois acabou com a inflação, estabilizando a taxa de juros e trazendo poder de volta à política monetária. Esse ponto, e a história da regulação de controles de capitais brasileira será desenvolvida mais adiante.

A relação diretamente proporcional à maciças entradas de investidores e a adoção de medidas restritivas, bem como o afrouxamento destas em períodos de escassez de recursos, será analisada por estudos econométricos. Ao analisar a relação entre a entrada de investidores estrangeiros e a adoção de medidas que restringem a entrada de capitais no país na década de 90, veremos quais são as implicações que estas medidas podem trazer à capacidade de financiamento e investimento do país. Além disso, será feita uma análise da efetividade destas medidas, bem como formas usadas pelos agentes do mercado para burlar as medidas de intervenção.

O trabalho, portanto, tem por objetivo analisar a veracidade das hipóteses do caráter cíclico destas intervenções – diretamente proporcional ao fluxo de investidores -, os métodos usados pelos agentes do mercado para burlá-las e, conseqüentemente, a efetividade destas medidas. Para isso, usamos métodos econométricos e entrevistas com agentes do mercado retirados de GARCIA/CARVALHO – 2007.

## **Desenvolvimento**

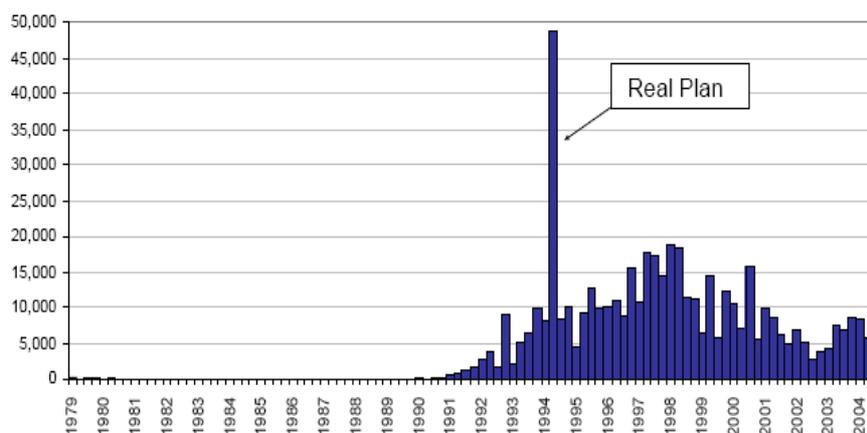
O cenário das leis de transações no balanço de Pagamentos do Brasil proíbe subfaturamento de exportações e superfaturamento de importações. Além disso, a legislação brasileira obriga a conversão de moeda dos exportadores, como já mencionado anteriormente. No entanto, nos anos 80, o foco do governo brasileiro era limitar saídas de capitais. Foi nesta década que ocorreram crises graves de dívida pública dos países emergentes e, assim, houve o perigo de saídas abruptas de capitais destes países.

A partir de 1987, diversas medidas de liberalização tanto da conta corrente e da conta financeira foram adotadas e o Brasil voltou a conseguir níveis elevados de confiança dos investidores estrangeiros. Aliado à estabilização política e econômica – com o fim da inflação, por exemplo - e ao crescimento da economia mundial, além da diminuição das taxas de juros nos EUA, e no mundo desenvolvido com um todo, o fluxo de entrada de capital financeiro no país voltou a ser positivo. E, obviamente, parte deste movimento foi causado pela entrada de “carry-traders” de curto prazo. Em pouco tempo, o movimento se tornou acelerado e foi considerado exagerado pelos formuladores de política econômica.

Com a aceleração abrupta da entrada de recursos nos anos 90, principalmente após o Plano Real, houve sérios problemas macroeconômicos relacionados à exagerada apreciação cambial e a entrada de investidores especulativos – a perda de competitividade do setor exportador, o acúmulo de reservas internacionais de baixa remuneração e o risco de saídas abruptas e crises cambiais. A década de 90, aliás, foi marcada por intensas entradas e saídas de recursos.

O gráfico 1 mostra a elevação do fluxo de entrada de capitais proporcionado pelo período de prosperidade e estabilização econômica e política que teve seu ápice no plano real. Além de períodos de intensa entrada, também é possível perceber os movimentos de choques de saída gerados pelas crises de financeiras.

GRÁFICO1: FLUXO DE ENTRADA DE CAPITAIS ESTRANGEIROS



FONTE: BANCO CENTRAL

Quando havia crises de solvência – o México em 1995, os países asiáticos em 1997 e o Brasil e a Rússia em 1998 e 1999, respectivamente – a saída de capitais era abrupta e, assim, o medo das autoridades brasileiras era justificado. Com os choques de saída o câmbio se tornava altamente depreciado e volátil, acarretando diversos problemas.

Em condições de volatilidade, incerteza e câmbio depreciado, a entrada de recursos se torna arriscada para investidores estrangeiros. Ambientes de volatilidade cambial afetam as decisões de investimento, pois geram incertezas e custos elevados em operações de hedge. Além disso, o comércio internacional do país em questão sofre com a incerteza do câmbio.

Assim, em períodos de intensa entrada de investidores, nos anos 90, as autoridades monetárias adotavam medidas de restrições à entrada de capital. Nestes períodos a maior

parcela de capital era de “carry-traders” de curto prazo, considerados os responsáveis pelos perigos de choques de saída, depreciação cambial, volatilidade e incerteza.

Quando aconteciam problemas de escassez de capital estrangeiro, porém, as autoridades monetárias agiam de forma análoga. Em condições de necessidade de capitais estrangeiros, as autoridades monetárias brasileiras criavam incentivos, ou diminuía as barreiras, à entrada de capitais. Cabe lembrar que, nos anos 90, o Brasil possuía um déficit de conta corrente que havia saltado de 3% para 5% do PIB. Conseqüentemente, o país precisava se financiar externamente.

As constantes mudanças de atuação do BC brasileiro eram baseadas na flexível e complicada legislação de comércio internacional do país. Neste sentido, embora a forma de atuação tenha sido direcionada à liberalização e não intervenção, mesmo atualmente, a legislação brasileira continua a mesma.

Um volume muito grande de entrada de capitais abaixa o risco inflacionário e também a taxa de juros, porém há outros problemas. O câmbio excessivamente apreciado torna as exportações menos competitivas e achata a estrutura a termo das taxas de juros.

A entrada de capitais pode acontecer de duas formas, via Conta Corrente e via Conta Financeira. Em períodos de prosperidade, tranquilidade e baixa aversão ao risco, a entrada de “carry-traders” estrangeiros em países com taxas de juros elevadas, como é o nosso caso, é maciça. Estas operações ainda ocorrem no Brasil devido à grande diferença entre as taxas de juros internas e a do resto mundo. Mesmo tendo sofrido diminuições nunca vistas, a taxa de juros interna é substancialmente maior do que a dos países desenvolvidos, onde as taxas vêm em tendência de baixa nas última décadas, e se aproximando de zero.

A operação explicitada acima é um caso de deturpação na conta financeira do país com taxas altas de juros. O movimento de entrada de capitais acontece com a tomada de empréstimos a juros extremamente baixos em países desenvolvidos e o conseqüente investimento destes empréstimos em países em desenvolvimento com altas taxas de juros – esta operação é chamada de carry-trade.

As autoridades monetárias brasileiras, diante deste movimento, se vêem diante de alguns problemas. Com a intensa entrada de investidores compradores de títulos em moeda local, ou vendedores de dólar futuro, por exemplo, o BC passa a ter dificuldades em manter a efetividade da política monetária. O investimento destes investidores é canalizado para títulos de dívida de longo prazo, movimento que aumenta o preço destes títulos e, assim, diminui as taxas de juros de longo prazo. O resultado disto é o achatamento da estrutura a termo das taxas de juros, pois a curva de longo prazo sofre pressões de baixa.

Quando entram no país, os investidores estrangeiros costumam comprar títulos de longo prazo, o que faz aumentar o preço destes ativos e, conseqüentemente, diminuir suas taxas de juros. Assim, a efetividade da política monetária, o principal instrumento de controle da inflação, fica comprometida. Pode acontecer, portanto, que diante de pressões inflacionárias, o BC aumente a SELIC – uma taxa de curtíssimo prazo – e cause entrada ainda mais intensa de investidores nos títulos de longo prazo. Com isso, os juros de longo prazo sofrem pouca, ou nenhuma, influência do aumento das taxas de curto prazo controladas pela autoridade monetária. O combate à inflação, como resultado, se torna ineficaz e surgem, neste ponto, pressões por limites à entrada deste tipo de capital.

Outro problema enfrentado pelo BC surge da apreciação cambial. Países que possuem Balanços de Pagamentos excessivamente superavitários sofrem com a acentuada apreciação cambial. A característica exagerada deste fluxo positivo de entrada faz o câmbio apreciar mais do que a relação entre importação e exportação que, por sua vez reflete as vantagens comparativas entre o país em questão e o resto do mundo. Assim, o país que sofre este fluxo pode perder a competitividade de seus produtos de exportação, que, com a intensa compra de moeda local, ficam cada vez mais caros.

As autoridades monetárias possuem diversas vertentes de relações com o problema da entrada exagerada de capitais. Ao optarem por não intervir no fluxo de entrada de capitais no país, o BC pode assistir à diminuição das pressões inflacionárias, graças à apreciação do câmbio e, assim, poderá ter espaço para cortes mais substanciais nas taxas de juros.

A adoção desta prática, porém, pode gerar custos importantes e se torna impossível quando certos limites são ultrapassados. Em primeiro lugar, a entrada de capital destinado à carry-trade é extremamente volátil e submete a taxa de câmbio à choques de saídas destes investidores. Além disso, o setor de exportação sofrerá sérios reveses, uma vez que a entrada de recursos, e a conseqüente apreciação cambial, deixam os produtos nacionais relativamente mais caros. Finalmente, há, ainda, a perda da eficácia da política monetária. Portanto, o benefício da inação em relação à entrada de capital exagerada - o efeito da apreciação cambial na desaceleração da inflação, e, conseqüentemente na taxa de juros ideal - incorre em riscos.

O controle destes perigos acontece de diversas formas. O BC pode tentar alterar o equilíbrio do câmbio, e suas implicações negativas, sem adotar medidas heterodoxas e intervencionistas que limitem entradas de recursos no país. Assim, as autoridades monetárias podem optar por entrar no mercado de câmbio, adquirindo reservas internacionais, o que atenuaria ou anularia a apreciação cambial. Com isso, os preços dos produtos de exportação continuariam competitivos e o país poderia, também, se armar contra ataques especulativos cambiais, graças ao aumento de reservas.

Diante de uma decisão intervencionista que limite a entrada de capitais no país, contudo, a autoridade monetária assiste também a benefícios e custos. As vantagens já foram descritas anteriormente – a manutenção da capacidade de influência monetária do BC na estrutura a termo das taxas de juros, o mantimento das vantagens comparativas do setor exportador e a contenção de capital especulativo. Tudo isso sem o revés da baixa remuneração de ativos internacionais.

Os choques de saída de capitais, no entanto são causados somente por investidores de curto prazo, e aqui cabe diferenciar o investimento de curto e de longo prazo na ótica do país receptor. Quando o BC tenta controlar a excessiva entrada de capitais, o órgão deseja filtrar apenas os investidores de curto prazo. O perfil deste investidor é, em geral, o alvo das limitações e do controle de entrada de recursos feito pelas autoridades monetárias, pois são considerados investimentos extremamente voláteis e especulativos.

A entrada de capital com horizonte de longo prazo é vista como benéfica, uma vez que se destina a investimento e financiamento das empresas e do governo, via investimento direto, ou mesmo via compra de títulos privados ou públicos. Assim, fica garantido o financiamento e a capacidade de investimento da economia. Este lado benéfico da entrada de capitais, portanto, afeta a capacidade de investimento e de produção do país, e, logo, as taxas de crescimento.

Limitações à entrada de investidores de curto prazo, no entanto, são, conhecidamente, medidas microeconomicamente ineficientes. O motivo é o aumento do custo de capital das pequenas empresas. Este segmento da economia não possui acesso às linhas de crédito externas, devido aos seus baixos rankings de classificação. Quando surgem, então, medidas que limitam a entrada de investimento, mesmo que de caráter especulativo, o financiamento do crescimento destas empresas se torna caro.

A opção de intervir no equilíbrio dos mercados, via controle do fluxo de capitais, pode ser feita de diversas formas. Há, contudo, quatro estratégias principais de limitação à entrada de capitais. As formas de intervenção podem ser através de limitações explícitas nas transações correntes, medidas que limitem a entrada de investidores na conta financeira, a adoção de múltiplas taxas de câmbio para exportadores e importadores e a obrigatoriedade de conversão de câmbio das exportações para moeda local.

O Brasil ainda adota a obrigatoriedade de conversão das receitas com exportações para moeda local – medida que data de 1933 - e proíbe transações com taxas de câmbio privadas. Isto significa que o BC possui o monopólio das transações internacionais, e, conseqüentemente, de tudo que envolva troca de moedas.

Quando cria limitações, ou diminui incentivos, na conta financeira, o BC deseja diminuir o fluxo de investidores de curto prazo, ou seja, carry-traders. As principais medidas de controle de capitais neste quesito se referem a aumentos de impostos financeiros para estrangeiros. Um exemplo típico é a cobrança do IOF para estes investidores.

Quando opta por intervir no equilíbrio dos mercados, porém, o BC se depara com custos importantes, que o fazem hesitar em adotar medidas intervencionistas. Em primeiro lugar, governos que limitam e interferem no fluxo de capitais com o mundo suscitam medo de intervenções autoritárias e seqüestro de ativos, o que faz com que haja fuga maciça de investidores.

Em seguida é preciso saber se estas medidas possuem efetividade, uma vez que podem ser burladas, o que incorre em custos que não trazem resultados. O trabalho de GARCIA e CARVALHO-2007 prova, por estudos econométricos, que estas medidas só são efetivas em um período que varia de 2 a 6 meses.

Os principais problemas com a adoção de restrições à entrada de capital se referem à credibilidade do país e a efetividade destas medidas. Mesmo que limitações à entrada não sejam quebras de contrato – pois o capital ainda não entrou no país, isto é, uma medida “Ex ante” - medidas heterodoxas não são bem vistas pelo mercado. Além disso, neste texto será abordado a questão da efetividade destas medidas. Como afirmado acima, o trabalho de GARCIA e CARVALHO-2007 mostra, por meios econométricos, a ineficácia destas medidas.

A pesquisa feita pelo professor Márcio Garcia e por Bernardo Carvalho comprova a ineficácia destas medidas de controle, também comprovada por Cardoso e Goldfajn. Diante de uma legislação intrincada, pouco óbvia e complexa, as medidas adotadas pelos banqueiros centrais brasileiros dos anos 90 foram totalmente burladas. A seguir, iremos mostrar como o BC atuava para tentar conter a entrada excessiva de investidores especulativos de curto prazo e como os agentes de mercado faziam para burlar as medidas.

Estudos estatísticos e econométricos irão comprovar a curta durabilidade e baixa eficácia das medidas de controle de capitais no país. Além de mostrar que as tentativas de

limitações à entrada de investidores de curto prazo não tiveram sucesso por mais de 6 meses, quando muito, iremos também, através de entrevistas, mostrar as formas usadas pelos agentes para burlar as tentativas de restrições das autoridades monetárias.

A principal forma de entrada do capital financeiro estrangeiro no Brasil é sob a resolução 1289 do BC, adotada com a flexibilização econômica de 1987. Dentro desta resolução, o anexo 4 é o canal de entrada principal adotado pelos investidores. Com a referida flexibilização ficavam isentos de impostos os ganhos de capital adquiridos por investidores estrangeiros<sup>1</sup>.

Quando precisava limitar a entrada de capital estrangeiro no país, as autoridades monetárias, porém, alteravam o anexo 4, cobrando impostos ou diminuía incentivos de acordo com o alvo das restrições. A medida mais comum era a cobrança de IOF sobre o tipo de investimento que era alvo das restrições.

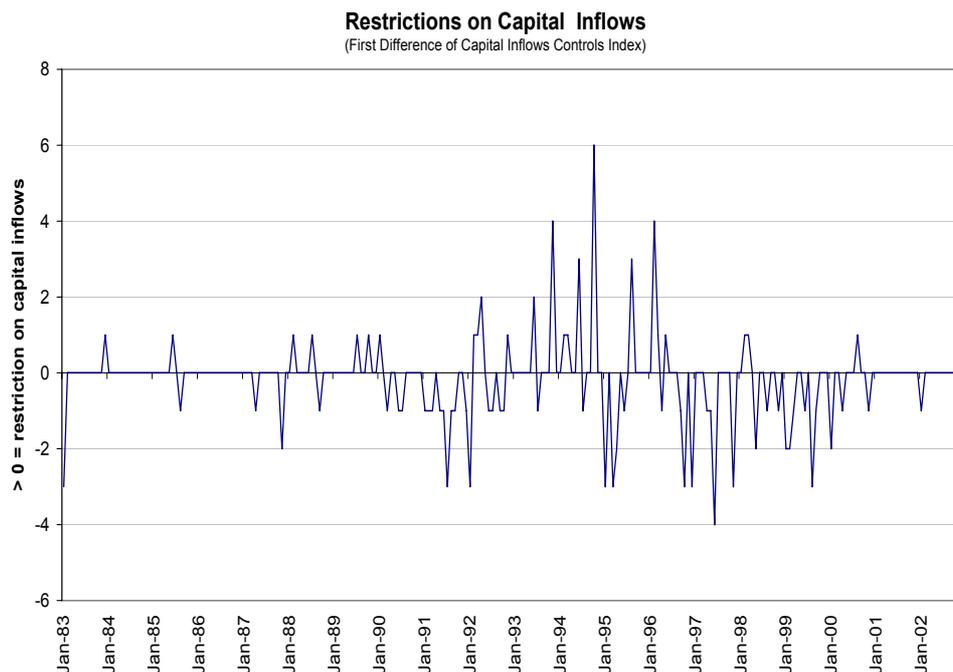
Outro segmento restringido pelo BC foi, obviamente e também já discutido, o investimento de curto-prazo. Ao cobrar IOF deste tipo de investimento o governo tinha o objetivo de diminuir a influência de carry-traders voláteis e de curto prazo com relação ao câmbio.

Estes dois exemplos ilustram as atuações do BC quando se defrontava com problemas gerados pela intensa entrada de capitais. Os problemas variavam entre a perda de competitividade das exportações e da eficácia da política monetária e o perigo de choques cambiais.

O gráfico a seguir mostra a evolução do controle de entrada de capitais no Brasil. Garcia e Carvalho usaram a mesma metodologia usada por Cardoso e Goldfajn, e atualizaram o índice. A construção do índice é simples. Quando ocorrem medidas de liberalização soma-se um ao período, e o contrário quando ocorrem restrições. O período abordado para a pesquisa como um todo só vai até 2004, pois a partir desta data não houve mudança significativa na política de relacionamento com o capital estrangeiro.

---

<sup>1</sup> Tal incentivo ao capital estrangeiro foi dado também em 2006, com a então medida provisória 281 de Lula, que concedia total isenção a investidores internacionais que comprassem títulos da dívida pública.



Fonte: Carvalho e Garcia

Além de um histórico da evolução e do comportamento das autoridades monetárias no controle do ingresso de capitais estrangeiros no Brasil, fizemos exercícios econométricos para tentar acompanhar a efetividade das medidas de limitação de controle de capitais no país. Testamos a relação entre entrada de capitais no país e a adoção de políticas restritivas de entrada de capitais.

Em todos os testes observamos que a efetividade de controle de capitais foi limitada, variando de 2 a 6 meses. Isto significa que os agentes de mercado burlaram todos os tipos de tentativas de controle de capitais, como visto na tabela 1. A metodologia usada foi função VAR e vetores de autoregressão.

Os gráficos 2 e 3 mostram a relação a resposta dos agentes de mercado à adoção de restrições pelas autoridades. É possível perceber que a resposta imediata dos agentes de mercado é acompanhada de diminuição do fluxo de entrada de investidores, com o pico no segundo mês. A partir deste período, no entanto, a efetividade das medidas adotadas diminui rapidamente e, seis meses após a adoção de restrições, não há mais efeitos no fluxo de entrada de capital. Portanto, o exercício mostra que o efeito de restrições de entrada de capitais no Brasil possui efeito temporário, variando de dois a seis meses.

Gráfico 2

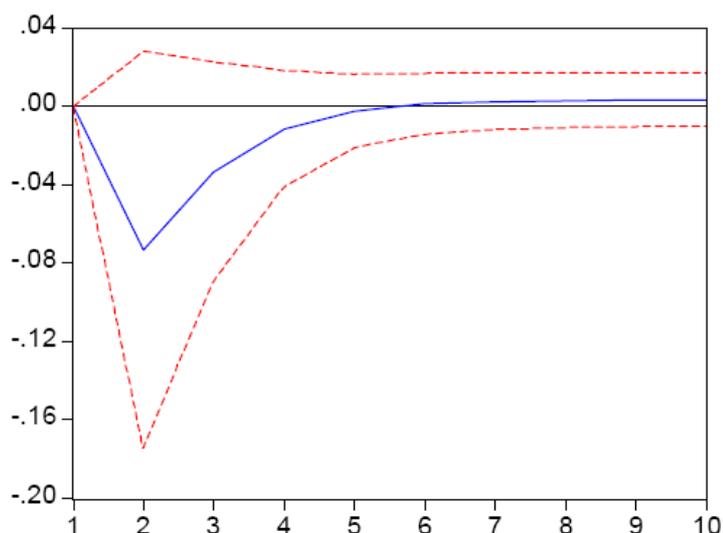
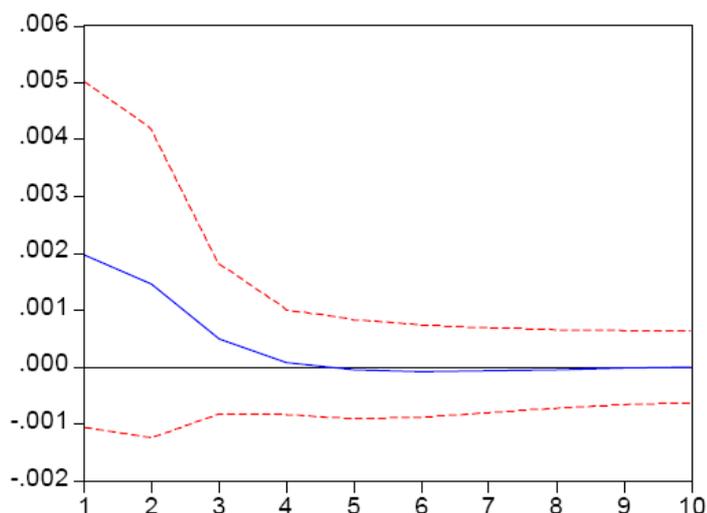


Gráfico 3



A explicação para a perda de eficácia das medidas de restrição de capitais surge do sucesso dos agentes estrangeiros de mercado em encontrar maneiras de burlar as restrições. Como já debatido neste trabalho, a legislação brasileira é repleta de buracos e espaços, por ser pouco prática e dinâmica.

Além disso a adoção de medidas restritivas nunca abrange todos os tipos de investimento. Geralmente o BC deseja deter o capital especulativo e manter incentivos ao investimento produtivo e real da economia. Assim, quando houve ciclos de restrições ao capital, os setores de investimento estrangeiro direto e investimentos de longo prazo permaneceram com incentivos.

Camuflar investimentos de curto prazo com fachadas de investimentos de longo prazo e/ou produtivos eram a principal forma de burlar o objetivo das restrições. Assim foram criadas empresas de capital aberto por intermediários financeiros que serviam para captar dinheiro de fundos estrangeiros. Estas empresas poderiam receber empréstimos sob o título de investimento estrangeiro direto e, conseqüentemente, isentos de impostos. O dinheiro era

automaticamente investido em renda fixa e remetido ao exterior sob o título de juros ou dividendos.

Além de receber recursos que visavam o investimento em renda fixa, sob o pretexto de investimento físico e produtivo, haviam outros usos destas empresas cuja função era absorver o dinheiro de investidores não desejáveis aos formuladores de política econômica. Assim, haviam vendas manejadas de ações. Como todas as ações estavam em poder destes intermediários responsáveis pela entrada destes recursos, o preço era facilmente acertado de forma a receber os recursos de investidores estrangeiros.

Ao receber o dinheiro da venda de ações os detentores destas ações, instantaneamente investiam o dinheiro em renda fixa de curto prazo. Depois de feita a operação, o retorno aos detentores das ações, e do investimento, era feito mediante a manipulação dos preços da revenda de ações. Portanto, quando vendiam novamente as ações, os investidores recebiam os juros referentes aos seus investimentos embutidos nos preços das ações.

Além de táticas que envolviam a criação de empresas de capital aberto, a sofisticação do mercado de derivativos brasileiro foi outro fator responsável pela ineficácia das medidas restritivas. Derivativos, como o Dólar Futuro, por exemplo, passaram a embutir a rentabilidade de títulos de renda fixa.

Além disso, a existência de derivativos brasileiros negociados fora do país, como as NDF's na bolsa de Nova York, também faziam o mesmo efeito de anulação das medidas restritivas. Consequentemente, o capital estrangeiro não precisava passar pelo país para que refletisse a rentabilidade dos juros brasileiros.

## **Conclusão**

Ao impor restrições de capital, o objetivo das autoridades monetárias, nos anos 90, era limitar a entrada de investidores tidos como maléficos para a economia brasileira. Estes investidores eram apontados como culpados por diversas distorções macroeconômicas do país. Entre elas destacam-se: o achatamento da estrutura a termo das taxas de juros, causado pelo foco em títulos de longo prazo destes investidores, o perigo de choques cambiais, causados pelo caráter volátil e de curto prazo dos investidores e a apreciação exagerada do câmbio.

Enquanto o achatamento da estrutura a termo das taxas de juros incorria no risco de perda da efetividade da política monetária, o caráter volátil e transitório dos carry-traders fazia com que o risco de saídas abruptas fosse constante nos anos 90, gerando, conseqüentemente, depreciações e instabilidade no câmbio. Por fim, a apreciação exagerada do câmbio destruía a competitividade dos produtos de exportação do país.

A resposta a estes problemas de fluxos de investimento, portanto, se direcionou a adoção de restrições à entrada de capitais estrangeiros em momentos de exagerado fluxo e a remoção destes entraves em momentos de crise e escassez de recursos externos. O objetivo das autoridades monetárias da época era barrar o capital especulativo de “carry-traders” que investiam em títulos de renda fixa do governo de longo prazo. Ao menor sinal de depreciação cambial, porém, estes investidores promoviam saídas maciças do Brasil, causando imensas crises de depreciação e volatilidade do câmbio.

Assim, pode-se afirmar que o governo pretendia, ao adotar medidas restritivas, impedir a vinda de investimentos de curto prazo e/ou investimentos em renda fixa, graças aos problemas resultantes já citados acima.

Exercícios econométricos, no entanto, mostraram a ineficácia da adoção destas medidas restritivas. As medidas tiveram sucesso por períodos curtos de tempo, o suficiente para que os agentes do mercado pudessem encontrar métodos mais baratos do que o pagamento do IOF adotado como restrição.

O sucesso dos agentes em burlar as restrições, portanto, pode ser atribuído à sofisticação da bolsa brasileira em contratos de derivativos, uma das mais sofisticadas do mundo. Além do desenvolvimento do mercado de derivativos brasileiro, as brechas da legislação brasileira foram responsáveis pela eficácia de ação dos agentes em burlar os objetivos das autoridades.

Chegamos a estas conclusões graças às entrevistas com profissionais do mercado que nos mostraram as respostas usadas por eles, na maior parte das vezes legalmente, para burlar as medidas.

Tentar combater os fluxos de entrada de capitais nos anos 90, portanto, provou-se altamente dispendioso e ineficaz, mostrando que o governo brincou de “gato e rato” com agentes altamente qualificados e vorazes por entrar no mercado de títulos de renda fixa brasileiro.

## **Referências**

Garcia, M., Carvalho, B. [2007], “Ineffective controls on capital inflows under sophisticated financial markets: Brazil in the nineties”

Cardoso, E., Goldfajn, I. [1997] – “Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls”, IMF Working Paper # 97/115, September.

Garcia, M., Barcinski, A. [1998] – “Capital Flows to Brazil in the Nineties: Macroeconomic Aspects and the Effectiveness of Capital Controls”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol.38, No.3, Fall 1998, 319-357.