

Capital mundial ruma para a fronteira

Por **Dani Rodrik**

Valor Econômico, 12.3.2015

Não há como justificar os controles de capital como recurso de última instância em todos os lugares e casos. O mundo necessita de obstinado pragmatismo caso a caso, reconhecendo que os controles de capital por vezes merecem um lugar de destaque

As chamadas "economias de mercado de fronteira" são o mais recente modismo nos círculos investidores. Embora esses países de baixa renda - como Bangladesh e Vietnã na Ásia, Honduras e Bolívia na América Latina, e Quênia e Gana na África - tenham mercados financeiros pequenos e pouco desenvolvidos, estão crescendo rapidamente e deverão transformar-se nas economias emergentes do futuro. Nos últimos quatro anos, os afluxos de capital privado para economias de fronteira foram quase 50% superiores (em relação ao PIB) aos fluxos com destino às economias de mercado emergentes. Se isso deve ser aplaudido ou lamentado é uma questão que tornou-se uma espécie de teste de Rorschach para os analistas econômicos e políticos.

Hoje sabemos que a promessa da livre mobilidade de capitais não foi cumprida. De um modo geral, o aumento dos afluxos de capital aqueceu o consumo e não os investimentos nos países beneficiários, exacerbando a volatilidade econômica e tornando mais frequentes crises financeiras dolorosas. Em vez de impor disciplina, os mercados financeiros mundiais incrementaram a disponibilidade de dívida, enfraquecendo assim as restrições orçamentárias de governos perdulários e tensionaram os balanços dos bancos.

O melhor argumento para a livre mobilidade de capitais continua sendo o exposto há quase duas décadas por Stanley Fischer, então número dois no Fundo Monetário Internacional e hoje vice-presidente do Fed (Federal Reserve, banco central dos EUA). Embora Fischer tenha reconhecido os perigos da livre movimentação de capitais, ele argumentou que a solução não era manter controles de capital, mas realizar as reformas necessárias para mitigar os perigos.

Fischer expôs esse argumento num momento em que o FMI estava buscando inscrever a liberalização da conta de capitais em seu estatuto. Mas então o mundo viu crises financeiras na Ásia, no Brasil, na Argentina, na Rússia, na Turquia, e, após algum tempo, na Europa e nos EUA. É verdade que de lá para cá o Fundo abrandou sua posição em relação aos controles de capital. Em 2010, o FMI publicou uma nota em que reconheceu os controles de capital como parte do arsenal de instrumentos de política monetária utilizados para combater a instabilidade financeira.

Ainda assim, no FMI e em países avançados, a visão predominante é de que os controles de capital são um recurso de última instância - a ser usado apenas após um esgotamento das políticas macroeconômicas e financeiras convencionais. A livre mobilidade de capitais continua a ser o objetivo final, ainda que alguns países possam levar algum tempo para chegar lá.

Há dois problemas nessa visão. Em primeiro lugar, como salientam incansavelmente os defensores da mobilidade de capitais, os países precisam

cumprir uma longa lista de requisitos para que possam beneficiar-se da globalização financeira. Isso inclui proteção aos direitos de propriedade, cumprimento de contratos, erradicação da corrupção, ampla transparência e informação financeira detalhada, sadia governança corporativa, estabilidade monetária e fiscal, sustentabilidade da dívida, taxas de câmbio determinadas pelo mercado, regulamentação financeira de alta qualidade e supervisão prudencial. Em outras palavras, uma política com o objetivo de viabilizar o crescimento nos países em desenvolvimento exige instituições de primeiro mundo, antes que possa funcionar.

E o pior é que a lista não é apenas longa; é também aberta. Como demonstrou a experiência dos países avançados durante a crise financeira mundial, até mesmo os sistemas de regulamentação e supervisão mais sofisticados estão longe de ser absolutamente seguros. Portanto, exigir que países em desenvolvimento construam o tipo de instituições que tornarão seguros os fluxos de capital é não apenas colocar o carro na frente dos bois; é também uma missão para tolos. A cautela impõe uma abordagem mais pragmática, que reconheça um papel permanente para os controles de capital paralelamente a outros instrumentos de regulamentação e supervisão.

O segundo problema diz respeito à possibilidade de que o afluxo de capitais possa ser prejudicial ao crescimento, mesmo se deixarmos de lado as preocupações em relação à fragilidade financeira. Os defensores da mobilidade de capitais assumem que as economias pobres têm muitas oportunidades lucrativas de investimento não exploradas devido a uma escassez de fundos investíveis. Permitamos a entrada de capitais, argumentam eles, e o investimento e o crescimento decolarão.

Muitos países em desenvolvimento, porém, são limitados pela falta de demanda por investimentos, e não por escassez de poupança interna. O retorno social do investimento pode ser grande, mas os retornos privados são baixos, devido a externalidades, impostos elevados ou instituições inadequadas.

As entradas de capital em economias que sofrem de baixa demanda por investimento fomentam o consumo, e não a acumulação de capital. Elas também alimentam a apreciação do câmbio, o que agrava a escassez de investimentos. A lucratividade dos setores que criam bens ou serviços comercializáveis - os mais propensos a sofrer de problemas de apropriação - são impactados negativamente, e a demanda por investimentos cai ainda mais. Nessas economias, as entradas de capital podem muito bem retardar o crescimento, em vez de estimulá-lo.

Essas preocupações levaram as economias emergentes a testar uma diversidade de controles de capital. Como salientou o economista Olivier Jeanne, da Universidade Johns Hopkins, em recente conferência do FMI organizada para estimular esse aprendizado, as medidas de controle de fluxos de capital que se tornaram moda nos últimos tempos não funcionam muito bem.

Isso não se deve ao fato de não conseguirem afetar a quantidade ou a composição dos fluxos, mas porque tais efeitos são pequenos. Como aprenderam o Brasil, Colômbia, Coreia do Sul e outros países, controles limitados focados em mercados específicos - como os de títulos ou de empréstimos bancários de curto prazo -, não produzem um impacto significativo sobre consequências cruciais:

taxa de câmbio, independência monetária ou estabilidade financeira doméstica. Ou seja, os controles de capital podem ter de ser grosseiros e abrangentes, em vez de cirúrgicos e específicos, para que sejam efetivamente eficazes.

Controles de capital, por si só, não são uma panaceia e frequentemente criam problemas piores - como corrupção ou atrasos em reformas necessárias - do que os que solucionam. Mas isso não é diferente de qualquer outra área de ação governamental. Nós vivemos num segundo melhor dos mundos em que a ação das políticas é quase sempre parcial (e parcialmente eficaz), e reformas bem-intencionadas em uma área podem sair pela culatra devido a distorções noutras partes do sistema.

Num mundo assim, não há como justificar os controles de capital como recurso de última instância em todos os lugares e circunstâncias; isso apenas fetichiza a globalização financeira. O mundo necessita de obstinado pragmatismo caso a caso, reconhecendo que os controles de capital por vezes merecem um lugar de destaque. **(Tradução de Sergio Blum)**