



**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

# **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**

**Número 2**

**Julho de 2001**

**Controles de Capital no Chile**  
Renato Baldini Júnior

ISSN 1519-7212  
CGC 00.038.166/0001-05

Notas Técnicas do Banco Central do Brasil	Brasília	n. 2	jul	2001	P. 1 - 13
--	----------	------	-----	------	-----------

# Notas Técnicas do Banco Central do Brasil

As opiniões expressas neste trabalho são exclusivamente do(s) autor(es) e não refletem a visão do Banco Central do Brasil, exceto no que se refere a notas metodológicas.

## Coordenação:

### Departamento Econômico (Depec)

(e-mail: [depec@bcb.gov.br](mailto:depec@bcb.gov.br))

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, nº 2, julho/2001.

## Controle Geral de Assinaturas

Banco Central do Brasil  
Demap/Disud/Subip  
SBS - Quadra 3 - Bloco B - Edifício-Sede - 2º Subsolo  
Caixa Postal 8670  
70074-900 - Brasília (DF)  
Telefone (61) 414-3165  
Fax (61) 414-1359

## Convenções Estatísticas

- ... dados desconhecidos.
- dados nulos ou indicação de que a rubrica assinalada é inexistente.
- 0** ou **0,0** menor que a metade do último algarismo, à direita, assinalado.
- \* dados preliminares.

O hífen (-) entre anos (1970-75) indica o total de anos, inclusive o primeiro e o último.

A barra (/) utilizada entre anos (1970/75) indica a média anual dos anos assinalados, inclusive o primeiro e o último, ou ainda, se especificado no texto, ano-safra, ou ano-convênio.

Eventuais divergências entre dados e totais ou variações percentuais são provenientes de arredondamentos.

Não são citadas as fontes dos quadros e gráficos de autoria exclusiva do Banco Central do Brasil.

## Central de Informações do Banco Central do Brasil

Endereço:	Secre/Surel/Dinfo Edifício-Sede, 2º subsolo SBS - Quadra 3, Zona Central 70074-900 - Brasília (DF)	Telefones:	(61) 414 (...)	2401, 2402, 2403, 2404, 2405, 2406
		DDG		0800 992345
		FAX		(61) 321 9453
Internet:	<a href="http://www.bcb.gov.br">http://www.bcb.gov.br</a>			
E-mail:	<a href="mailto:cap.secre@bcb.gov.br">cap.secre@bcb.gov.br</a>			

## **Apresentação**

---

A institucionalização da série Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, cuja gestão compete ao Departamento Econômico, promove a divulgação de trabalhos de elaboração econômica que tenham interesse não apenas teórico, mas também conjuntural e metodológico, refletindo desse modo o trabalho gerado por funcionários da instituição em todas as suas áreas de atuação. Igualmente, poderão fazer parte da série trabalhos que, embora realizados externamente, tenham recebido suporte institucional do Banco Central.

## Sumário

1. Introdução .....	7
2. Eficiência das reservas compulsórias .....	10
Referências bibliográficas .....	13

# Controles de Capital no Chile

RENATO BALDINI JÚNIOR<sup>1</sup>

## 1. Introdução

O principal instrumento de controle de capital utilizado no Chile foram as Reservas Compulsórias Não-Remuneradas (*Unremunerated Reserve Requirements – URRs*), criadas em face do rápido crescimento dos ingressos de recursos externos ao final dos anos oitenta. Introduzidas em 17 de junho de 1991, tiveram o objetivo de preservar a autonomia da política monetária, evitando a apreciação da moeda e a expansão da oferta monetária. A medida foi desenhada de modo a desestimular os influxos de curto prazo, considerados especulativos, sem afetar os investimentos diretos estrangeiros, limitando assim a volatilidade associada à conta de capital.

Inicialmente, as reservas ou encaixes incidiam sobre empréstimos estrangeiros, exceto créditos comerciais, à alíquota de 20%, e deviam ser mantidas nas moedas em que as operações fossem contratadas. Os prazos de retenção dos encaixes eram:

- 90 dias, para créditos de até 90 dias;
- iguais aos prazos das operações, para créditos de 90 dias a um ano;
- um ano, para créditos com prazos superiores a um ano.

A retenção dos recursos ingressados, por meio das reservas não-remuneradas, correspondeu à aplicação de um imposto implícito, equivalente à remuneração que deixava

**Tabela 1.**

<b>Custo implícito da aplicação de reservas compulsórias não-remuneradas no Chile</b>				
1991 a 1997 - % ao ano				
Ano	Diferencial da taxa de juros real	Custo implícito (conforme prazo da operação)		
		3 meses	6 meses	1 ano
1991	3,6	1,5	1,5	1,5
1992 até abril	6,6	1,1	1,1	1,1
1992 após maio	6,6	7,7	3,9	1,9
1993	6,4	6,9	3,4	1,7
1994	4,1	9,4	4,7	2,4
1995	4,4	10,3	5,1	2,6
1996	5,2	9,4	4,7	2,4
1997	4,0	9,4	4,7	2,4

Fonte: ARIYOSHI et al. (1999), pg. 72

1/ Economista do Departamento Econômico/Consultoria de Estudos Econômicos e Conjuntura.

de ser recebida. Esse custo foi declinante em relação ao prazo da operação, como se verifica na Tabela 1, especialmente após agosto de 1992, quando o prazo de retenção foi uniformizado em um ano para todas as transações<sup>2</sup>. O imposto implícito cresceu com a elevação da alíquota das reservas de 20% para 30%, em maio de 1992, e com o movimento ascendente das taxas de juros internacionais. Aumentos do prêmio de risco do país, que elevam o custo da aplicação de capitais externos, podem ser compensados pela redução do imposto implícito, de modo a impedir que o ingresso de recursos perca toda a atratividade. Isso ocorreu em 1998, quando a retração dos influxos de capitais em seguida à crise asiática motivou a redução da alíquota dos encaixes para 10%, em junho, e depois para zero, em setembro.

No início de sua aplicação, os encaixes obrigatórios cobriam aproximadamente metade dos ingressos brutos de capital, mas a cobertura declinou com o desenvolvimento de alternativas para evitar sua incidência. Após a ampliação da abrangência dos controles em 1995, a cobertura voltou a aumentar, permanecendo entre 30% e 40%<sup>3</sup>. Passivos externos que não resultassem em aumento do estoque de capital também estavam sujeitos às reservas. Apenas o investimento direto estrangeiro e a emissão primária de ADRs estavam isentos dos encaixes<sup>4</sup>.

#### Evolução da regulamentação das reservas:

- 17.6.1991: introdução das reservas compulsórias não-remuneradas;
- 27.6.1991: tomadores foram autorizados a cumprir a exigência de reservas utilizando acordos de recompra em que o banco central vendia ao tomador e recomprava imediatamente um título equivalente a 20% do valor da operação, descontado pela taxa Libor. Por este mecanismo, o imposto implícito era recolhido antecipadamente, facilitando o monitoramento das operações;
- 7/1991: URRs estendidas às renovações de empréstimos;
- 1/1992: URRs estendidas aos depósitos bancários em moeda estrangeira;
- 5/1992: alíquota das URRs elevada para 30%, (exceto para empréstimos diretos obtidos no exterior por corporações). O prazo de retenção foi uniformizado em um ano, independentemente da maturação da operação;
- 8/1992: alíquota uniformizada em 30% para todas as transações. Desconto alterado para Libor + 2,5%;
- 10/1992: desconto elevado para Libor + 4%;
- 11/1994: reservas a partir de janeiro de 1995 seriam depositadas exclusivamente em dólares americanos;
- 7/1995: URRs estendidas a ADRs secundários;
- 12/1995: novos créditos para pré-pagamento de outros empréstimos são isentos das reservas, sob a justificativa de que tal instrumento tende a alongar os prazos das operações;
- 5/1996: URRs estendidas a modalidades potencialmente especulativas de investimento direto estrangeiro. O caráter especulativo das operações, entendido como aplicação não produtiva, era definido pelo comitê encarregado da aprovação dos projetos de investimento estrangeiro;

2/ De acordo com ARIYOSHI, A. et al. (1999, pg. 72), o imposto implícito pode ser estimado de acordo com a expressão:  $t = [r(i^* + s)T / (1 - r)] / D$ , onde  $t$  representa a alíquota do imposto,  $r$ , a alíquota das reservas compulsórias,  $i^*$ , a taxa de juros nominal na moeda em que o encaixe é mantido,  $s$ , o prêmio em que o tomador incorre na obtenção de fundos para cobrir a exigência de reservas (prêmio de risco do país, acrescido do risco de crédito do tomador),  $T$ , a duração do encaixe e  $D$ , o prazo da aplicação.

3/ ARIYOSHI, A. et al. (1999), p. 70.

4/ FMI (1998), pg. 176.

- 12/1996: isentos créditos de pequeno valor, inferiores a US\$ 200.000 ou a US\$ 500.000 cumulativos em 12 meses, com o objetivo de reduzir custos administrativos;
- 3/1997: isenção limitada a créditos inferiores a US\$ 100.000;
- 6/1998: alíquota das reservas reduzida para 10%, exceto para créditos de curto prazo e depósitos em moeda estrangeira, em resposta à retração nos fluxos internacionais de capital;
- 9/1998: alíquota reduzida para 0%. Mantida a obrigatoriedade da permanência por um ano no país para investimentos financeiros e diretos estrangeiros;
- 4/1999: relaxada a exigência de prazo de maturação médio de pelo menos quatro para títulos emitidos no exterior por empresas chilenas;
- 6/2001: as URRs são eliminadas.

A aplicação das reservas compulsórias foi acompanhada por outras medidas, entre as quais a ampliação da banda cambial e a liberalização das saídas de capital.

Alterações no regime de bandas cambiais:

- 1992: ampliadas de +/-5% para +/-10%;
- 1997: ampliadas para +/-12,5%;
- 6/1998: reduzidas para 5,5%;
- 9/1998: ampliadas para 7%;
- 12/1998: ampliadas para 16%;
- 9/1999: eliminado o compromisso formal com as bandas cambiais. O banco central anunciou que apenas interviria no mercado de câmbio em casos excepcionais.

Evolução da regulamentação referente a saídas de capital:

- 1991: bancos são autorizados a investir no exterior até 40% de seus depósitos em moeda estrangeira. A aplicação é limitada a títulos e bônus emitidos ou garantidos por governos estrangeiros, bancos centrais ou empresas privadas<sup>5</sup>;
- 1/1992: fundos de pensão autorizados a investir no exterior até 1,5% de seus ativos;
- 3/1992: limite para as posições dos bancos em moeda estrangeira é elevado de 10% para 20%;
- 3/1993: restrições para remessas de lucros ao exterior são liberalizadas;
- 8/1994: restrições para remessas de lucros ao exterior são eliminadas;
- 9/1994: bancos são autorizados a aplicar no exterior até 20% de seu capital e de suas reservas;
- 11/1994: teto para os fundos de pensão é elevado para 6% de seus ativos. Limites para aplicação no exterior eram então de 10% dos ativos, para seguradoras, e de 30% para fundos mútuos;
- 5/1995: teto para os fundos de pensão é elevado para 9%;
- 8/1995: permanência mínima no país para investimento direto estrangeiro é reduzido para um ano;
- 4/1996: teto para os fundos de pensão é elevado para 12%;
- 1/1998: teto para os bancos é elevado para 70% dos capitais e reservas;

5/ Os investimentos no exterior por bancos, fundos de pensão e seguradoras eram restritos a ativos com classificações mínimas de risco. No caso dos bancos, a classificação mínima admitida para aplicação era BBB. Em abril de 2001, tais restrições foram eliminadas.

- 6/1998: eliminação do teto para fundos mútuos;
- 2/1999: elevados os limites para aplicação no exterior: fundos de pensão, para 16%; empresas de seguro de vida, para 15%; empresas de seguros gerais, para 20%;
- 5/2000: eliminada a exigência de permanência mínima por um ano para os investimentos estrangeiros.

O investimento externo no Chile é regulamentado pelo Decreto-Lei nº 600 e pelo capítulo XIV do *Compendio de Normas de Cambios Internacionales* do banco central. Investidores estrangeiros contam com o privilégio de optar entre dois sistemas de tributação da renda. O primeiro é semelhante ao aplicado aos investidores domésticos e consiste na taxa de 35% sobre os lucros, deduzida posteriormente do imposto de renda de 15%. O outro sistema corresponde a um imposto fixo de 42%, garantido por 10 anos<sup>6</sup>.

Todas as entradas de capital e a maior parte das saídas devem ser canalizadas por instituições autorizadas a operar no mercado formal de câmbio, devendo ser declaradas ao banco central. Em abril de 2001, a nova edição do *Compendio de Normas de Cambios Internacionales* autorizou a utilização do mercado informal de câmbio para transações relativas a exportações e importações. O documento também eliminou:

- limitações às cláusulas especiais de antecipação de créditos externos;
- restrições de classificação de risco mínimo e de prazos ponderados mínimos para a emissão de bônus;
- restrições quanto à moeda em que se pode emitir ou contrair dívida externa;
- necessidade de autorização prévia para: entrada de capitais associada a créditos externos, investimentos, aportes de capital, títulos de dívida e ADRs; saídas de divisas associadas a retornos de capital, dividendos e outros benefícios relativos a aportes de capital, investimentos e antecipações de créditos externos; retornos de capital e outros benefícios associados a investimentos de residentes no exterior.

## 2. Eficiência das reservas compulsórias

Diversos estudos sobre o desempenho da economia chilena durante a década de noventa indicaram que os controles permitiram a manutenção das taxas de juros domésticas em níveis elevados e que obtiveram relativo sucesso em favorecer o direcionamento dos ingressos para aplicações de médio e longo prazos<sup>7</sup>. Estimções econométricas da redução dos ingressos de curto prazo foram pouco conclusivas, entre outras razões porque os dados sobre operações de curto prazo podem ser subestimados por estarem disfarçados como operações de longo prazo, de modo a evitar o cumprimento das reservas<sup>8</sup>. Há pouca evidência sobre a influência das reservas na contenção do volume de entradas de capital. Quanto à taxa de câmbio, que sofreu apreciação de 4% entre 1991 e 1997, parece ter sido pequeno o efeito sobre sua trajetória, embora os controles possam ter sido relevantes para a redução de sua volatilidade.

6/ A alíquota pode ser garantida por até 20 anos para investimentos acima de US\$ 50 milhões.

7/ Em ARIYOSHI, A. et al. (1999, pgs. 74 a 76) é apresentado um sumário de estudos quantitativos sobre os efeitos das reservas obrigatórias, realizados por Eyzaguirre e Schmidt-Hebbel (1997), Herrera e Valdés (1999), Valdés-Prieto e Soto (1998), Soto (1997), Edwards (1998) e Laurens e Cardoso (1998) e compilados por Nadal-De Simone e Sorsa (1999).

8/ ARIYOSHI, A. et al. (1999), pg. 76.

O resultado mais importante pode ter sido a contribuição para o alongamento do prazo médio de maturação da dívida externa chilena. As dívidas de curto prazo, que correspondiam a 25% do total em 1990, recuaram para 12% do total em 1998<sup>9</sup>. A utilização das reservas não-remuneradas "... parece ter aumentado o alcance para a condução da política monetária. Contribuiu para alterar a composição dos influxos, na direção de prazos mais longos de maturação. Por outro lado, levou a uma queda nos fluxos de curto prazo, os quais foram apenas parcialmente compensados por um aumento dos influxos de capital de longo prazo"<sup>10</sup>. De acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), dados relativos à dívida externa chilena indicam que os controles de capital afetaram a composição dos influxos de capital, mas apenas quando os controles foram reforçados, em 1995<sup>11</sup>. Estatística do Banco de Compensações Internacionais (BIS) sobre créditos bancários de 17 países ricos, direcionados para mercados emergentes, demonstram que os empréstimos de curto prazo para o Chile "...substancialmente excedem aqueles relatados em fontes chilenas e sugerem a existência de grande volume de empréstimos em moeda estrangeira emitido por filiais chilenas de bancos estrangeiros, créditos de importação pendentes (ambos os tipos de empréstimos não estão incluídos nos dados oficiais da dívida externa de curto prazo) ou significativa omissão de passivos externos." Segundo os dados do BIS, os empréstimos com prazo de maturação de até um ano representavam 49% dos empréstimos totais em moeda estrangeira, enquanto, se considerados os dados de fontes chilenas, aquele componente significava apenas 11% da dívida externa total<sup>12</sup>.

Ao longo dos anos noventa, o Chile esteve menos exposto à volatilidade financeira do que outras economias emergentes. Os principais indicadores econômicos mostram intenso crescimento do produto, baixa inflação e déficit fiscal controlado. Porém, é difícil avaliar se esses resultados são decorrentes da política de restrições sobre os ingressos de capital de curto prazo ou da situação favorável da economia chilena, que apresentava fundamentos macroeconômicos saudáveis e estrutura prudencial sólida. Jadresic e Zahler, em estudo recente, concluíram que o rápido crescimento econômico chileno na década de noventa foi decorrente da utilização de políticas econômicas adequadas e do processo de democratização, porém o trabalho não contém referências à aplicação dos controles de capital<sup>13</sup>.

---

9/ Idem, pg. 75.

10/ DAILAMI, M. (1999), pg. 23. Esta avaliação coincide com a de FFRENCH-DAVIS, R. e UTHOFF, A. (1994), pg. 9.

11/ FMI (1998), pg. 177.

12/ Idem.

13/ JADRESIC, E. e ZAHLER, R. (2000).

## Referências bibliográficas

ARIYOSHI, Akira; HABERMEIER, Karl; LAURENS, Bernard; OTKER-ROBE, Inci; CANALES-KRILJENKO, Jorge Iván; KIRILENKO, Andrei (1999). *Country experiences with the use and liberalization of capital controls*. Washington: FMI.

BANCO CENTRAL DO CHILE (2001). *Compendio de Normas de Cambios Internacionales*. Santiago: Banco Central do Chile.

COMITÊ DE INVESTIMENTO ESTRANGEIRO. Internet. [www.foreigninvestment.cl](http://www.foreigninvestment.cl).

DAILAMI, Mansoor (1999). *Managing risks of capital mobility*. Washington: Banco Mundial.

FFRENCH-DAVIS, Ricardo; UTHOFF, Andras (1994). *Movimientos de capitales, estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile*. Santiago: CEPAL.

FMI (1998). Chile's experience with capital controls, em *International capital markets*, 1998. Washington: FMI.

\_\_\_\_\_ (1996). *Exchange arrangements and exchange restrictions*. Annual report. Washington: FMI.

\_\_\_\_\_ (1999). *Exchange arrangements and exchange restrictions*. Annual report. Washington: FMI.

\_\_\_\_\_ (2000). *Chile: selected issues*. IMF Staff Country Report. Washington: FMI.

JADRESIC, Esteban; ZAHLER, Roberto (2000). *Chile's rapid growth in the 1990's: good policies, good luck, or political change?* Washington: FMI.

SERVICIO DE IMPUESTOS INTERNOS. Internet. [www.sii.cl](http://www.sii.cl).