

Conversibilidade plena do real: a quem interessa?

José Luís Oreiro* e Luiz Fernando de Paula**

Recentemente alguns economistas brasileiros têm defendido a proposta de que o Brasil deva adotar a plena conversibilidade do real, isto é, que seja suprimido o poder normativo da autoridade monetária de adotar controles de capitais, retirando assim a expectativa no mercado de que o Banco Central possa, eventualmente, reeditar antigos mecanismos de controle¹. Vejamos, primeiro, qual a linha de argumentação que está por detrás desta proposta, para então avaliarmos a sua pertinência.

A hipótese central dos defensores da conversibilidade plena é que a manutenção de controles administrativos às transações com moeda estrangeira faz com que as taxas de juros interna e externa no Brasil sejam mais altas do que prevaleceria numa situação de plena conversibilidade. O eixo central da argumentação é que as restrições administrativas às transações com moeda estrangeira aumentam as taxas de juros interna e externa devido ao efeito das mesmas sobre o prêmio de risco cobrado dos empréstimos tomados no exterior. Em outras palavras, o prêmio de risco dependeria, entre outros fatores, do regime de conversibilidade da moeda doméstica.

Por que razão o regime de conversibilidade afetaria o prêmio de risco? Segundo os defensores dessa proposta, a manutenção de um regime de conversibilidade restrita sinalizaria para os credores externos a possibilidade do Banco Central suspender ou contingenciar os pagamentos ao exterior no futuro. Dessa forma, o risco de *default* dos compromissos externos das empresas domésticas aumenta, gerando uma elevação da taxa de juros *off-shore*. A contaminação da taxa de juros interna pelo aumento da taxa de juros *off-shore* viria por intermédio da chamada “paridade descoberta da taxa de juros”, segundo a qual a taxa de juros nominal doméstica deve ser igual a soma da taxa de juros internacional com o risco-país e a expectativa da desvalorização cambial.

Nesse contexto, o aumento do prêmio de risco externo levaria ou a um aumento direto da taxa de juros doméstica, dada a expectativa de desvalorização do câmbio nominal, ou a uma depreciação da moeda doméstica, dados os valores da taxa de juros doméstica e da taxa de câmbio esperada no futuro. Mesmo neste último caso a taxa de juros doméstica poderia aumentar como consequência da tentativa do Banco Central de impedir o repasse para os preços da depreciação do câmbio nominal.

Em artigo acadêmico recente mostramos que a proposta de conversibilidade plena do real carece de sustentação teórica e empírica mais aprofundada². Em primeiro lugar, deve-se observar que a hipótese de que o prêmio de risco depende do regime de conversibilidade da conta de capitais não encontra respaldo na literatura especializada sobre o referido tema. Em outras palavras, trata-se de uma idéia eminentemente iconoclasta, não sendo apoiada por nenhum economista acadêmico especializado no tema da conversibilidade da conta de capitais.

O que a literatura especializada favorável a liberalização financeira sustenta é que os possíveis ganhos com a liberalização da conta de capitais seriam de outra natureza. A idéia é que a abertura da conta capital poderia permitir aos países emergentes captar recursos mais baratos no exterior em relação ao mercado financeiro doméstico devido ao fato de que a produtividade marginal do capital é mais baixa nos países desenvolvidos do que nos países emergentes, tendo em vista a maior abundância relativa de capital nos países desenvolvidos. Em outras palavras, o capital tende a ser mais barato nos países onde ele é relativamente abundante, e daí resulta a explicação do diferencial de taxas de juros nos mercados financeiros entre países. Nesse contexto, os países em desenvolvimento poderiam ganhar com a abertura da sua conta de capitais, pois o acesso a fontes mais baratas de financiamento permitiria a realização de um volume maior de investimentos produtivos e, portanto, um maior crescimento econômico. Esta explicação, contudo, não estabelece uma relação direta entre prêmio de risco e conversibilidade da conta capital.

Deve-se ressaltar ainda que os defensores da conversibilidade plena do real não apresentam nenhuma evidência empírica que suporte a hipótese de que o prêmio de risco é afetado pelo regime de conversibilidade da conta de capitais. A experiência histórica mostra precisamente o contrário: ao longo da década de 1990, o Brasil caminhou na direção de uma conversibilidade crescente da conta de capitais, sem que houvesse uma tendência de redução no risco-país ou na taxa real de juros doméstica.

No artigo referido efetuamos um exercício econométrico – através de análise de regressão e testes de co-integração – que procurou investigar a influência dos controles de capitais sobre o risco-país no período 1994/2000. Os resultados alcançados rejeitam a hipótese de existência de uma relação direta entre as mudanças nos controles administrativos em relação à conversibilidade da moeda nacional e a variação do prêmio de risco-

país. Tampouco se observou a existência de uma relação de longo prazo entre o prêmio de risco e o nível dos controles de entrada e saída de capitais no Brasil no período recente.

Os defensores da plena conversibilidade do real parecem negligenciar os efeitos causados pela grande mobilidade e excessiva volatilidade dos capitais de curto prazo em um contexto de conta capital aberta. Em um contexto de grande mobilidade de capitais de curto prazo, crises do balanço de pagamentos podem ocorrer por razões não diretamente relacionadas com a situação da conta de transações correntes. Mesmo países que possuem pequenos déficits em transações correntes como proporção do PIB – e que, portanto, são solventes do ponto de vista externo – podem se defrontar com uma reversão súbita da entrada de capitais de curto prazo em função de uma mudança nas expectativas dos investidores internacionais, induzidas por eventos não-fundamentais (*sunspots*) ou por comportamentos de manada ou ainda do chamado efeito contágio. Eventos não-fundamentais - como rumores - podem desencadear uma crise externa de graves conseqüências sobre as economias dos países nos quais não há restrições ao movimento de entrada e saída de capitais de curto prazo.

Possivelmente a volatilidade cambial iria aumentar no Brasil por ocasião da adoção de um regime de conversibilidade plena, deixando o país refém das mudanças de humores do mercado financeiro internacional. A taxa de câmbio não é um preço qualquer: tanto sua volatilidade quanto sua apreciação/depreciação excessiva tem efeitos instabilizadores sobre as expectativas empresariais, uma vez que o câmbio é um dos preços básicos que balizam o cálculo empresarial, arrefecendo conseqüentemente o “espírito animal” dos empresários, com efeitos negativos sobre o nível de investimentos. Em países emergentes, o problema é maior devido ao reduzido tamanho dos mercados de capitais desses países com relação aos fluxos de capitais de curto prazo que ingressam nos mesmos, no que resulta em uma elevada oscilação nos fluxos de divisas tanto na conta capital quanto nas rendas relacionadas aos serviços financeiros da conta corrente.

Conclui-se, portanto, que não existem argumentos fortes de natureza teórica ou empírica que sustentem a tese de que a plena conversibilidade da conta de capitais traria consigo uma redução significativa do prêmio de risco e das taxas de juros interna e externa, podendo mesmo gerar efeitos inversos aos levantados pelos seus defensores.

* Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal do Paraná (UFPR). Co-editor do livro “Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços” (Konrad Adenauer/Manole). E-mail: joreiro@sociais.ufpr.br.

** Professor da Faculdade de Economia da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ). Co-editor do livro “Agenda Brasil...”. E-mail: lfpaula@alternex.com.br.

¹ Veja, por exemplo, os artigos de Pêrsio Arida e Edmar Bacha na seção especial sobre a conversibilidade da moeda brasileira publicada na Revista de Economia Política, vol. 23, n. 3, jul./set. 2003.

² O artigo, escrito em co-autoria com Guilherme Jonas, está disponível nos websites: www.ie.ufrj.br/moeda e www.joseluisoreiro.ecn.br.