

Capa

O controle de capitais - assunto recorrente na academia e no mercado - está de novo na ordem do dia

Abrir ou fechar, eis a questão

Por Cynthia Malta De São Paulo

O debate acadêmico sobre o regime ideal de conversibilidade da moeda brasileira volta à tona, um ano e nove meses depois de o economista Pérsio Arida ter publicado no Valor artigo em que defendia a liberdade plena na conta de capitais, como forma de consolidar o processo de estabilização econômica¹. Essa mudança, dizem os críticos, poderia ter efeito contrário ao desejado: traria mais instabilidade à economia brasileira. As opiniões contrárias à tese de Arida estão em artigos publicados na edição de abril/junho da "Revista de Economia Política"² e em outro artigo, a ser publicado na edição de janeiro/março de 2005 da mesma revista³.

As críticas têm um argumento em comum: não haveria elementos suficientes na teoria econômica que dêem apoio à tese do ex-presidente do Banco Central (que hoje ocupa uma cadeira no conselho de administração do banco Itaú).

Para Arida, a abertura plena da conta de capitais do balanço de pagamentos sinalizaria ao mercado que o Banco Central acredita na política monetária que conduz. Com isso, o risco-país poderia diminuir - e os juros domésticos também.

Mas a mudança teria que ser feita de forma gradual, com outras medidas que Arida considera importantes - como a implantação de reformas institucionais, que incluiriam tornar o Banco Central independente. Seria essencial, também, manter o rigor fiscal.

Dessa forma, se teria o que Arida chama de "uma estratégia concertada de redução do custo do capital no Brasil". Sua proposta é apoiada pelo economista Edmar Bacha, consultor-sênior do banco BBA e, como Arida, considerado um dos pais do Real.

"Nada garante que a liberalização da conta de capitais aumente a eficiência com que as economias em desenvolvimento operam; pode, ao contrário, acabar por expô-las a mais choques do que podem absorver sem perda excessiva de renda", afirmam em seu artigo os economistas Fernando J. Cardim de Carvalho e João Sicsú, professores na Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). José Luís Oreiro, da Universidade Federal do Paraná (UFPR), que criticou a proposta de Arida em artigo escrito com mais quatro professores de economia, chegou à mesma conclusão.

Oreiro, em uma primeira versão de sua crítica, escrita com Luiz Fernando de Paula (da Universidade do Estado do Rio de Janeiro) e Guilherme Jonas C. da Silva (mestrando na UFPR), cruzou dados de medidas restritivas e de relaxamento na conta de capitais, o fluxo de recursos nessa conta e o prêmio de risco pago por papéis brasileiros no período 1994-2000. Chegaram à conclusão de que não existe relação entre maior abertura da conta de capitais e risco-país.

Na segunda versão da crítica, a ser publicada na edição do primeiro trimestre de 2005 da "Revista de Economia Política", Oreiro e seus colegas afirmam que "a experiência recente do pós-Segunda Guerra Mundial mostra que os países que se desenvolveram até atingir o grau de 'desenvolvidos' inicialmente desenvolveram seu mercado financeiro doméstico, acompanhado de conversibilidade restrita de capitais, para somente em seguida liberalizarem a conta de capital".

Foto: Carol Carquejeiro/Valor



Pérsio Arida: certeza de que a abertura plena só traria benefícios

Luiz Gonzaga Belluzzo, professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp), que escreveu um artigo com Ricardo Carneiro (também da Unicamp), observa que a afirmação de Arida e Bacha de que, se não houvesse nenhuma restrição na conta de capitais, o prêmio de risco cairia "desrespeita algumas conclusões consagradas a respeito da qualidade distinta das moedas". Como Belluzzo disse ao Valor, "não se pode desconhecer a realidade do mercado internacional, de que existe uma moeda que liquida as transações, que é o dólar - e, em menor medida, o euro". Em sua opinião, "os economistas não têm muita paciência para essas diferenças de origem qualitativa". Ou seja, o real não ficaria mais forte, nem passaria a integrar o time das moedas de reserva com a adoção do regime de plena conversibilidade.

Carvalho e Sicsú observam que, "atualmente, os economistas, em sua maioria, parecem compartilhar a visão de que controles de capital são danosos ou inócuos". Há, contudo, vozes discordantes, "que apontam para a fragilidade dos argumentos teóricos em favor da liberalização e da inconclusividade dos estudos empíricos que tentam mostrar que a remoção de controles de capital aumenta a prosperidade econômica ou o bem-estar das sociedades".

O mais famoso economista a defender medidas para controlar o movimento de capitais, lembram Carvalho e Sicsú, foi o inglês John Maynard Keynes, sob cuja influência a Conferência de Bretton Woods, em 1944, decidiu recomendar aos signatários do acordo final a adoção de controles, no caso de crises de balanço de pagamentos decorrentes de fugas de capital. A proposta de Keynes teve vida longa e os países desenvolvidos, com poucas exceções, abandonaram esses controles apenas recentemente.

A onda liberalizante veio nos anos 90. "É comum, na teoria econômica, haver momentos de dogmatismo. Havia um receituário, chamado genericamente de teorias neoliberais, de conversibilidade plena, inclusive na conta de capitais", diz Belluzzo. Ele lembra que o projeto do Plano Real "não era apenas a estabilização econômica com o câmbio nominal como âncora, mas avançar na direção da conversibilidade total".

Adotar a conversibilidade plena da moeda, chegando até à dolarização, como fez a Argentina, "era o espírito do momento", lembra Belluzzo. Foi uma época em que surgiram idéias radicais, "para que os países abandonassem suas moedas. Todas essas teorias, experiências, estão sendo reconsideradas agora".

Também o FMI mostra-se mais cauteloso, hoje, quando o assunto é liberdade na conta de capitais. Em estudo recente, economistas de seu corpo técnico, citados no artigo de Oreiro, afirmam que ... "um exame sistemático das evidências sugere que é difícil estabelecer uma relação causal robusta entre integração financeira (isto é, liberalização da conta de capitais) e desempenho do crescimento do produto".

A posição do FMI já foi bem diferente. Em 1997, chegou-se a aprovar a substituição de um artigo de seu estatuto que admitia a adoção de controles de capital, por outro, no qual se estabelecia o compromisso com a conversibilidade da conta de capitais.

"Por ironia da história, a assembléia (do FMI, em 1997, em Hong Kong) teve lugar quando sinais da crise que explodiria pouco depois já se faziam perceber. A crise asiática, seguida pela crise russa, pela brasileira e por várias outras, acabou por fazer o movimento liberalizante perder fôlego, ainda que não o revertesse", escreveram Carvalho e Sicsú. A partir de então, "o Fundo passou a reconhecer que a manutenção de certos controles poderia ser tolerada". Mas sua aplicação deveria ser temporária, "até que as reformas necessárias para a liberalização pudessem ser retomada mais adiante".

Os dois professores da UFRJ observam que os defensores de uma conta de capitais aberta acreditam que o mercado tem capacidade superior ao Estado para prover bem-estar à sociedade. "Tornou-se quase natural supor que a intervenção do Estado é sempre inferior à ação privada livre". Mas há uma outra corrente de pensamento, inspirada nas idéias de Keynes, para a qual "o futuro é incerto, por que é construído pela decisão livre dos agentes econômicos". Portanto, governos deveriam valer-se de controles para corrigir eventuais distorções.

Arida explicou em seu segundo artigo como poderiam ser coibidos os "exageros de mercado". Em regimes de câmbio flutuante, disse, "bancos centrais sempre podem evitar a apreciação ou depreciação exageradas, através da intervenção aberta, aumentando ou diminuindo suas reservas". Alternativamente, pode-se impor taxação temporária com alíquota uniforme e universal para entrada ou saída de moeda estrangeira.

Oreiro e seus colegas observam que o argumento de que a volatilidade pode ser 'resolvida' por intervenções esporádicas no mercado de câmbio exigiria um grande volume de reservas, "muito maior do que seria necessário caso o Banco Central tivesse à sua disposição instrumentos administrativos para conter ou controlar os fluxos de entrada e saída de moeda estrangeira". E afirmam que, para viabilizar o regime de plena conversibilidade, é fundamental a existência de um grande volume de reservas em moeda estrangeira. Isso seria "extremamente problemático em países como o Brasil, que têm uma elevada relação dívida externa/PIB, o que resulta em pressão permanente para o pagamento de um elevado montante de divisas

relacionadas à amortização e serviço da dívida".

Belluzzo entende que é um engano supor que um regime de câmbio flutuante, combinado a um sistema aberto de conta de capitais, permitiria ao Banco Central trabalhar com menor volume acumulado de reservas em moeda forte. "A maioria dos países asiáticos - com exceção da China, que tem, na prática, um regime de câmbio fixo - tem câmbio flutuante e, no entanto, acumulam reservas para equilibrar a taxa de câmbio. Não querem instabilidade; querem ter controle sobre sua política monetária; querem controlar o crédito doméstico."

O professor da Unicamp diz que admira muito Arida, "uma pessoa capaz de formular abstratamente muito bem as questões". Estaria lhe faltando, porém, "olhar como funcionam as coisas, olhar a prática".

Belluzzo considera, de um ponto de vista mais específico, que o sistema das contas CC5 "está muito aberto e há pouquíssimo controle". Não seria recomendável, porém, tentar impor controles agora. "Você sofreria uma retaliação do mercado, que não vai refinancejar (a dívida), não vai rolar o que precisa rolar. É uma armadilha."

As operações CC5 (por referência à carta-circular nº5, do Banco Central), regulamentadas em 1969, autorizavam inicialmente pessoas físicas ou jurídicas não-residentes no Brasil a enviar para o exterior os saldos dos dólares (que haviam sido convertidos em moeda local) de valores que haviam trazido ao Brasil. Em 1989 passou-se a permitir que não-residentes convertessem a moeda brasileira, qualquer que fosse sua origem, em moeda estrangeira a ser remetida para o exterior.

Na prática, apesar de ser uma conta de não-residentes, "a CC5 tem sido utilizada por residentes para enviar recursos para o exterior, através de uma instituição financeira com conta em outro país, sobretudo em momentos de crises externas, como aconteceu em 1998 e em 2002", explica o professor Luiz Fernando de Paula, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. As operações CC5 são, naturalmente, registradas na conta de capitais do balanço de pagamentos.

Quando se fala em controle de capitais, em geral, não se trata de incluir restrições a investimentos estrangeiros diretos, produtivos, observa Carvalho. "É, principalmente, à fuga de capitais que se quer impor algum controle, e por isso a CC5 é o alvo mais importante", diz o professor da UFRJ.

Abrindo-se a conta de capitais por completo aumentaria a responsabilidade do câmbio para se evitarem crises, disse Sicsú ao Valor. "O que está errado não é esse regime (de câmbio flutuante), mas pensar (como faz Arida) que ele deve absorver quase toda a pressão gerada pelos choques". O professor da UFRJ observa ainda que "outro instrumento utilizado para a neutralização dos efeitos dos choques negativos tem sido a elevação da taxa de juros. Então, diante de um choque negativo, aprofundamos nosso 'inferno', isto é, diante de uma crise cambial, elevamos a taxa de juros, o que reforça a cadeia negativa: desânimo empresarial, desemprego e mais miséria".

Carvalho lembra que, "desde o início dos anos 90, especialmente com as mudanças (liberalizantes) na CC5, o Brasil passou a viver uma situação híbrida, em que a legislação é relativamente restritiva, mas, na prática, liberalizaram-se de fato as transações financeiras com o exterior". Ele afirma, assim como Bacha, que, "como está, é o pior dos mundos. A direção das mudanças é que nos separa".

Enquanto Bacha, e Arida, defendem a plena conversibilidade da moeda, Carvalho diz que países em desenvolvimento devem manter restrições que incidem sobre remessas e entradas de capitais. No Brasil, tais restrições estão, em grande medida, previstas lei 4.131 (de 1962) mas, afirma o professor da UFRJ, não são seguidas.

O controle de capitais adotado pelo Chile nos anos 90 é apontado por alguns como sendo o ideal. O Chile, explica Oreiro, cobrava na entrada, quando era preciso depositar o equivalente a 30% da aplicação, reembolsáveis somente depois de um ano. Se a retirada fosse antecipada, o depósito ficava retido. Oreiro acha que, no Brasil, a melhor forma seria aumentar a alíquota do IOF bre operações em moeda estrangeira. Assim, não haveria quebra de contrato.

Belluzzo e Carneiro afirmam que, se a livre conversibilidade do real fosse adotada, ocorreria uma situação oposta à imaginada por Arida. A moeda se enfraqueceria, como ocorreu nos últimos anos, "ante um marco crescentemente permissivo". Por isso, ambos sugerem, assim como os demais economistas que criticam as idéias de Arida, que se tome a direção contrária e se limite o grau de conversibilidade do real, "tanto por razões estruturais - inconvertibilidade de fato - quanto por motivos conjunturais, como excesso de endividamento externo e interno e escassez de divisas".

O debate, como se vê, está longe de acabar e deve ser ampliado, em especial nessa nova fase pela qual passa a economia brasileira, quando se buscam formas de alcançar um crescimento sustentável.



(1) "Por Uma Moeda Plenamente Conversível", "Valor", 11 de novembro de 2002.

(2) "Controvérsias Recentes Sobre Controle de Capitais", de Fernando J. Cardim de Carvalho e João Sicsú (da Universidade Federal do Rio de Janeiro) e "Conversibilidade - Críticas a Arida & Bacha", de Luiz Gonzaga Belluzzo e Ricardo Carneiro (da Unicamp)

(3) "Uma Avaliação Crítica da Proposta de Conversibilidade Plena do Real", de Fernando Ferrari-Filho (Universidade Federal do Rio Grande do Sul), Frederico G. Jayme Jr. (Universidade Federal de Minas Gerais), Gilberto Tadeu Lima (Universidade de São Paulo), José Luís Oureiro (Universidade Federal do Paraná) e Luiz Fernando de Paula (Universidade do Estado do Rio de Janeiro).

(4) "Ainda Sobre a Conversibilidade", Revista de Economia Política", julho/setembro de 2003.