

01/03/2005

## **Conversibilidade do real e redução da taxa de juros**

Luiz Fernando Rodrigues de Paula\*

Freqüentemente tem sido defendida por alguns economistas brasileiros a adoção de um regime de plena conversibilidade da conta de capital – entendida como a eliminação total da possibilidade de adoção de controles administrativos nas transações com moeda estrangeira - como uma das medidas capazes de fazer com que a taxa de juros de curto prazo no Brasil caia para níveis internacionais.

Neste sentido, a anunciada unificação do mercado de câmbio poderia até ser vista como um passo em direção a conversibilidade plena, medida que parece contar com a simpatia de alguns dirigentes do Banco Central (BC), ainda que alguns argumentem que essa medida vise tão-somente uma maior simplificação operacional do mercado cambial.

A conversibilidade plena do real seria então uma condição necessária para a consolidação da estabilidade macroeconômica no país, aprofundando a eficácia do tripé “câmbio flutuante/metastas de inflação/superávit primário fiscal”. A hipótese básica é que a manutenção de controles administrativos às transações com moeda estrangeira conduz à situação na qual as taxas de juros interna e externa no Brasil sejam mais altas do que prevaleceria em uma situação de plena conversibilidade, devido aos efeitos negativos de tais restrições sobre o prêmio de risco dos títulos brasileiros negociados externamente. Isto acaba afetando negativamente o risco-país.

Portanto, a adoção da plena conversibilidade da conta de capital eliminaria o risco de conversibilidade, permitindo uma queda substancial do risco-país, e ocasionando, por conseguinte, uma redução significativa da taxa de juros doméstica, já

---

\* Professor da Faculdade de Economia da UERJ e co-editor do livro “Novo-Desenvolvimentismo” (Manole/Fundação Konrad Adenauer). E-mail: lfpaula@alternex.com.br

que esta, pela “paridade a descoberta da taxa de juros”, corresponderia à taxa de juros internacionais mais o risco-país mais a expectativa de desvalorização cambial.

A adoção da conversibilidade livre, ademais, afirmaria em alto e bom tom a confiança do BC em sua política, isto é, o BC emitiria um sinal claro de que tem tanta confiança no sucesso da política econômica que permitiria que se comprasse divisas o quanto se quisesse à taxa de câmbio vigente. Adicionalmente, a eliminação do risco de conversibilidade permitiria uma maior estabilização dos fluxos de entrada e saída de capitais, reduzindo a flutuação cambial, uma vez que, sob câmbio flutuante, o processo de auto-equilíbrio dos fluxos de capitais ocorreria naturalmente, sem interferência do BC.

Em artigo acadêmico que escrevi com Fernando Ferrari, Frederico Jayme, Gilberto Lima e José Luís Oreiro, “Uma crítica da proposta de conversibilidade plena do Real” (publicado na última edição da Revista de Economia Política), argumentamos que a implementação de tal proposta irá provavelmente resultar em uma maior instabilidade macroeconômica do país, com efeitos negativos sobre o padrão monetário brasileiro.

Em primeiro lugar, o argumento de 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-país não tem respaldo empírico. De fato, a experiência histórica brasileira mostra precisamente o contrário: ao longo dos anos 1990, o Brasil caminhou na direção de uma conversibilidade crescente da conta de capital, sem que houvesse uma tendência claramente delineada de redução no risco-país ou na taxa real de juros doméstica.

Em segundo lugar, estudos empíricos sobre os efeitos da liberalização financeira em países em desenvolvimento recomendam cautela com relação ao processo de liberalização da conta de capital, seja porque não é possível estabelecer uma relação robusta entre integração financeira e crescimento econômico, com reconhece inclusive estudos feitos pelo FMI, seja porque a liberalização financeira tem sido freqüentemente associada a uma maior instabilidade macroeconômica em momentos de mudança repentina nas percepções de risco dos investidores em relação aos mercados emergentes. De fato, uma das novidades das crises externas nos anos 1990 é

que muitas delas estiveram relacionadas à conta de capital do balanço de pagamentos e não necessariamente a conta de transações correntes.

Segundo trabalho de Eichengreen e Leblang (“Capital account liberalization and growth” - NBER Working Paper no. 9427), o impacto da liberalização da conta de capital sobre o crescimento “é mais provável ser positivo quando os mercados financeiros domésticos são bem desenvolvidos e regulados e a operação do sistema financeiro internacional é suave e estável. É mais provável ser negativo quando os mercados financeiros, doméstico e internacional, estão sujeitos a crise”.

Portanto, como mostra a experiência do pós-Segunda Guerra Mundial, os países que se desenvolveram no período até atingir o grau de “países desenvolvidos” inicialmente desenvolveram seu mercado financeiro doméstico, acompanhado de conversibilidade restrita e controles de capitais, para somente depois liberalizarem sua conta de capital. A conversibilidade, se precipitada, pode comprometer o desenvolvimento do sistema financeiro doméstico de um país emergente, em função justamente da maior instabilidade macroeconômica gerada pela volatilidade nos fluxos de capitais externos.

Em terceiro lugar, existe possivelmente um “trade-off” entre risco cambial e risco de conversibilidade, de tal forma que a plena conversibilidade da conta de capitais poderia eliminar o risco de conversibilidade somente às custas de um aumento significativo do prêmio de risco embutido no risco cambial, decorrentes dos problemas acima assinalados.

Concluimos que não há razões para supor que a adoção da plena conversibilidade do real irá criar condições para a superação da fraqueza “genético-estrutural” do padrão monetário brasileiro.