

## 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 controle<sup>1</sup>. 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, o que acaba gerando a necessidade de superávites primários ainda maiores. Em outras palavras, o prêmio de risco depende, entre outros fatores, do regime de conversibilidade da moeda doméstica.

Os efeitos da conversibilidade restrita sobre as taxas reais de juros se dão da seguinte forma.. Num primeiro momento, teria um efeito sobre o prêmio de risco externo, uma vez que a manutenção de um regime de conversibilidade restrita sinaliza 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. Num segundo momento, impacta sobre o prêmio de risco interno, pois sendo válida a “paridade descoberta da taxa de juros”, 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. Haveria, assim, um aumento no risco-país e/ou uma expectativa de uma depreciação excessiva da moeda doméstica devido

ao risco de imposição de restrições à liberdade de capitais, o que resultaria em patamares mais elevados das taxas reais de juros domésticas.

Um aspecto secundário da argumentação é que os controles administrativos sobre as transações em moeda estrangeira são vistos como uma “solução ineficiente” para os problemas de volatilidade cambial que são provocados pelas imperfeições nos mercados de câmbio. A solução “ótima” seria a realização de intervenções esporádicas do Banco Central no mercado de câmbio (flutuação suja), com o objetivo de suavizar as flutuações cambiais geradas por movimentos de manada e bolhas especulativas.

Em artigo acadêmico recente mostramos que a proposta de conversibilidade plena do real carece de sustentação teórica e empírica mais aprofundada<sup>2</sup>. Em primeiro lugar, os argumentos defendidos são de natureza eminentemente iconoclasta, uma vez que a tese de que o prêmio de risco depende do regime de conversibilidade da conta de capitais parece não ter respaldo na literatura internacional ou nacional sobre o referido tema.

O que a literatura de liberalização financeira mostra é que a abertura da conta capital permite 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 oferta de capital nos países desenvolvidos. Em outras palavras, o capital tende a ser mais barato nos países onde ele é mais abundante, e daí resulta a explicação do diferencial de taxas de juros nos mercados financeiros entre países. Esta explicação, contudo, não estabelece uma relação direta entre prêmio de risco e conversibilidade da conta capital.

Adiciona-se, 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.

A relação entre conversibilidade e prêmio de risco pode se dar precisamente no sentido inverso ao proposto pelos defensores da conversibilidade. De fato, podemos imaginar uma situação na qual a expectativa de que o Banco Central irá “apertar” os controles administrativos em caso de uma “parada súbita” (reversão abrupta nos fluxos de capitais causadas por mudanças nos “sentimentos do mercado”) pode criar nos agentes econômicos a convicção de que: (i) a volatilidade cambial induzida por comportamentos de manada será relativamente baixa, de forma que os devedores domésticos não enfrentarão problemas de solvência, devido ao aumento do valor em moeda doméstica dos seus compromissos externos em épocas de maior especulação cambial; (ii) o Banco Central não deverá engendrar um aumento significativo na taxa de juros doméstica como resposta ao “efeito parada súbita”, de forma que a queda de emprego, renda e arrecadação tributária resultante desse fenômeno deverão ser menores do que seriam em condições de livre conversibilidade. Em qualquer um desses cenários, contudo, o prêmio de risco será mais baixo do que ocorreria numa situação de plena conversibilidade.

Os defensores da plena conversibilidade do real parecem negligenciar ainda 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 do balanço de pagamentos. 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 dos preços básicos que balizam o cálculo empresarial, arrefecendo conseqüentemente o “espírito animal” dos empresários, com efeitos negativos sobre o nível de investimentos.

No caso dos países emergentes, como é o caso do Brasil, 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. Tal fato faz com que nos países emergentes a volatilidade cambial seja bem maior do que nos países desenvolvidos.

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 dos prêmios 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).

\*\* Professor da Faculdade de Economia da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ). Co-editor do livro “Agenda Brasil...”.

<sup>1</sup> Veja, por exemplo, a seção especial sobre a conversibilidade da moeda brasileira publicada na Revista de Economia Política, vol. 23, n. 3, jul./set. 2003.

<sup>2</sup> O artigo, escrito em co-autoria com Guilherme Jonas, está disponível no website: [www.ie.ufrj.br/moeda](http://www.ie.ufrj.br/moeda)