

Intenções e realidade na liberalização financeira

Por José Luis Oreiro | Para o Valor, de Brasília

"Financial Liberalization and Economic Performance - Brazil at the Crossroads"

Luiz Fernando de Paula. Routledge (a ser publicado). 234 págs.



Luiz Fernando de Paula: uma análise dos condicionamentos históricos e dos efeitos da liberalização financeira

O retorno dos regimes de câmbio administrado e a legitimação dos controles de capitais representam uma interrupção ou, quem sabe, uma inversão permanente do movimento de crescente liberalização financeira surgido no final da década de 1970 nos Estados Unidos, e que se espalhou para as terras latino-americanas no início da década de 1990, induzido pelo "Consenso de Washington".

Para os defensores da liberalização financeira, países emergentes, como o Brasil, deveriam abrir a conta de capitais do seu balanço de pagamentos, de forma a captar nos mercados financeiros internacionais a "poupança externa" requerida para o desenvolvimento, por padecerem de um problema crônico de escassez de capital, abundante nos países desenvolvidos. Para atrair essa "poupança externa", seria necessário eliminar os controles de capitais vigentes nos países emergentes - e caminhar para a "plena conversibilidade" de suas contas de capitais, ou seja, uma situação na qual a legislação tornaria impossível impor controles à saída de capitais, mesmo em situações de grave desequilíbrio do balanço de pagamentos. Apenas dessa forma os investidores internacionais teriam a "segurança jurídica" necessária para investir nos países emergentes, possibilitando-lhes, assim, um desenvolvimento mais rápido. Lado a lado com a abertura de capitais, os países emergentes deveriam fazer a abertura do seu sistema financeiro à entrada de

bancos estrangeiros. Com isso, aumentaria a eficiência operacional dos bancos, poderia haver uma queda dos spreads e um aumento da oferta de crédito.

A análise dos condicionantes históricos e dos efeitos do processo de liberalização financeira nos países emergentes - particularmente, no Brasil - é o objetivo do livro "Financial Liberalization and Economic Performance", de Luiz Fernando de Paula, professor da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ) e presidente da Associação Keynesiana Brasileira (AKB).

A primeira parte do livro é dedicada à análise dos determinantes e dos impactos da liberalização da conta de capitais do balanço de pagamentos no Brasil. Após fazer uma análise teórica e empírica dos custos e benefícios da abertura da conta de capitais nos países emergentes, o autor dedica quatro capítulos à análise do processo de abertura da conta de capitais no Brasil. Um aspecto particularmente interessante em sua análise é o mapeamento detalhado das mudanças na legislação sobre capitais estrangeiros e operações cambiais nos últimos 20 anos.

Verifica-se, então, que o processo de liberalização da conta de capitais pode ser dividido em duas grandes fases. Na primeira, iniciada em 1991, as medidas adotadas tinham por objetivo aumentar os fluxos de entrada de capitais no país, em face da forte restrição externa com que a economia brasileira se defrontava no início da década de 1990. Uma medida importante nessa fase foi a resolução 1.832, do Conselho Monetário Nacional (CMN), adotada em 1991, que permitiu aos investidores estrangeiros entrar diretamente no mercado de capitais, sem a necessidade de constituição de um fundo específico para tanto. Outra medida importante, mas relacionada com a saída de recursos, foi a resolução 1.946 do CMN, adotada em 1992, a qual permitia que os não residentes pudessem remeter para o exterior qualquer montante de divisas em moeda estrangeira por intermédio de suas contas no Brasil, independentemente de as divisas remetidas terem ou não entrado no país. Dessa forma, criava-se um mecanismo pelo qual residentes poderiam remeter divisas para o exterior, bastando efetuar depósitos na conta de não residentes. Esse mecanismo criava a conversibilidade "de facto", embora não "de jure", da conta de capitais no Brasil.

Na segunda fase, iniciada na década de 2000, a preocupação fundamental era criar mecanismos para estimular a saída de capitais, dada a situação de liquidez internacional abundante, a qual criava uma enorme pressão para a apreciação da taxa de câmbio. Foram adotadas diversas medidas no sentido de flexibilizar a cobertura cambial para as exportações, permitindo aos exportadores manter no exterior até 100% de suas receitas. Outra mudança importante adotada nessa fase foi a criação das transferências internacionais de reais, mecanismo pelo qual pessoas físicas e jurídicas podem comprar e vender montantes ilimitados de moeda estrangeira, mesmo que o façam para constituir um portfólio de ativos no exterior.

Verifica-se, assim, a existência de uma inconsistência entre a política de liberalização da conta de capitais e a política de acumulação de reservas -, algo que, diga-se de passagem, não foi observado pelo autor. Veja-se que o objetivo não

declarado da política de acumulação de reservas adotada pelo Brasil desde meados da década de 2000 é o de reduzir a tendência à apreciação da taxa de câmbio por meio das compras de reservas internacionais pelo Banco Central. Para que essas operações não tenham efeito sobre a taxa de juros, fixada unicamente com vistas ao cumprimento da meta de inflação, o Banco Central esteriliza o efeito monetário da compra de reservas, por meio da venda de títulos públicos. As operações esterilizadas de compra de reservas internacionais só terão efeito sobre o câmbio, contudo, num contexto em que a conversibilidade da conta de capitais não seja perfeita; do contrário, a arbitragem entre ativos no Brasil e no exterior fará com que a taxa de câmbio seja insensível ao volume de compra de reservas. Sendo assim, a política de conversibilidade crescente da conta de capitais atua contra a eficácia da política de compra de reservas, obrigando o Banco Central a adquirir um volume cada vez maior de reservas, para gerar o mesmo impacto sobre a taxa de câmbio.

Na segunda parte do livro, o autor trata dos determinantes e dos efeitos da entrada de bancos estrangeiros no setor bancário brasileiro. Esse movimento foi um subproduto do "stress" bancário de 1995, quando diversos bancos brasileiros, pressionados pela extinção das receitas inflacionárias com o sucesso do Plano Real e com os efeitos macroeconômicos da crise do México, enfrentaram sérios problemas de solvência. Para fortalecer o sistema bancário, o governo permitiu a entrada de alguns bancos estrangeiros.

A expectativa inicial era de que a chegada dos bancos estrangeiros não só aumentaria a eficiência do sistema bancário nacional, o que acabou acontecendo, mas também permitiria uma redução acentuada dos "spreads" e um aumento significativo da oferta de crédito, o que não aconteceu. Outro fenômeno interessante é que os bancos privados nacionais, longe de verem seus lucros reduzidos com a entrada dos bancos estrangeiros, tiveram um aumento na lucratividade.

Definitivamente, como se vê, a liberalização financeira não foi capaz de "entregar" os resultados prometidos.

José Luis Oreiro é professor do departamento de economia da Universidade de Brasília.