
Uma avaliação crítica da proposta de convertibilidade plena do Real

XXXII Encontro Nacional de Economia -
ANPEC 2004, Natal, dez 2004

Fernando Ferrari-Filho

Frederico G. Jayme Jr

Gilberto Tadeu Lima

José Luís Oreiro

Luiz Fernando de Paula

Proposta de Arida (2003a, 2003b, 2004)

- Introdução de um regime de livre conversibilidade nas transações no mercado de câmbio: eliminação dos controles administrativos as transações com moeda estrangeira.
 - Mantém vedação existente na faculdade de quitação de obrigações locais em moeda estrangeira.
-

Os argumentos favoráveis à conversibilidade plena da conta de capital

- Estabilidade macroeconômica
 - Redução da razão dívida/PIB
 - Eliminação do risco de conversibilidade
 - Ganhos de bem-estar (acesso a fundos externos e diminuição do impacto das flutuações da renda sobre consumo)
 - Afirmação da confiança do BC em sua política
 - Auto-equilibração no mercado de câmbio
-

“ESTABILIDADE MACROECONÔMICA”

A conversibilidade plena do Real é condição necessária para a consolidação da “**estabilidade macroeconômica**”, aprofundando a trajetória até aqui percorrida, baseada no tripé hoje vigente – superávit primário expressivo, taxa de juros norteada pela meta inflacionária e câmbio flutuante.



AFIRMAÇÃO DA CONFIANÇA DO BC EM SUA POLÍTICA

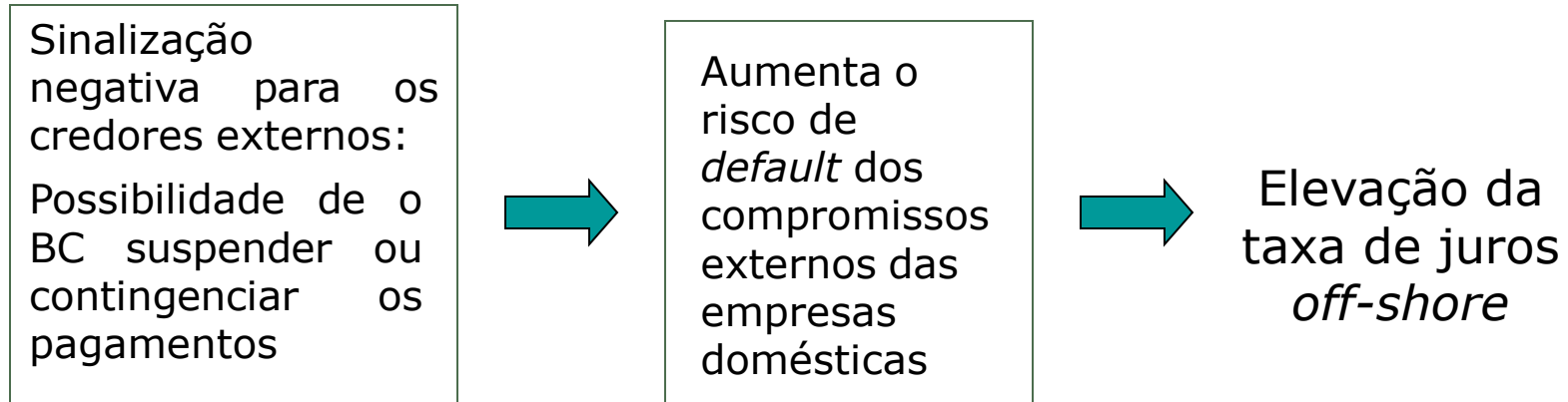
- O Banco Central afirmaria que tem tanta confiança no sucesso da política econômica que permitiria qualquer um comprar qualquer quantidade de divisas a taxa vigente, uma vez que sempre haverá reservas suficientes.

RISCO DE CONVERSIBILIDADE (Arida 2003a, 2003b)

- A plena conversibilidade da conta de capitais eliminaria o **risco de conversibilidade**, permitindo uma queda substancial do **risco-país**, e, por conseguinte, promovendo uma redução significativa da **taxa de juros** doméstica, com efeito positivo sobre **déficit público**. Além disso, permitiria maior estabilização dos fluxos de entrada e saída de capitais reduzindo a amplitude da flutuação cambial.
-

EFETOS DA CONVERSIBILIDADE RESTRITA S/ TX. DE JUROS:

■ *Efeito sobre o prêmio de risco externo:*



■ *Efeito sobre o prêmio de risco interno:*

“Paridade descoberta da tx. de juros”:

$$i = i^* + RP + EXP_{desv}$$

AUTO-EQUILIBRAÇÃO NO MERCADO CAMBIAL

- *“A razão é que a desvalorização causada pelo choque externo reduz o valor dos ativos no País em moeda estrangeira. Mais cedo ou mais tarde, os fluxos se reverterem por conta dos investidores externos atraídos pelos baixos valores em dólares dos ativos do País e a taxa de câmbio inicia um processo de apreciação. O processo de auto-equilibração do câmbio flutuante pode não ter lugar se houver risco de bloqueio de saída. Em não havendo risco de controles de saída, um surto especulativo que tenha provocado uma depreciação exagerada será corrigido naturalmente pelo fluxo de entrada de capitais atraído pela aquisição de ativos domésticos a preços depreciados” (Arida, 2004, p.10).*
-

UMA SISTEMATIZAÇÃO DA PROPOSTA DE ARIDA

$$i = i^* + \left(E_{t+1}^e - E_t \right) + RC + RP$$

- i é a taxa doméstica de juros, i^* é a taxa de juros internacional,
- E_{t+1}^e é o preço esperado da moeda estrangeira no mercado *spot* no período $t+1$, E_t é o preço da moeda estrangeira no mercado *spot* no período t ,
- RC é o risco cambial
- RP é o risco-país.

Definições de Risco-Cambial e Risco-País:

- ***Risco cambial:*** retorno adicional exigido pelo investidor estrangeiro ou doméstico para cobrir o risco de desvalorização dos títulos domésticos em termos de uma moeda internacional de referência. Quanto mais volátil e imprevisível for a taxa nominal de câmbio maior será o risco cambial.
- ***Risco-país:*** retorno adicional exigido pelo investidor para cobrir o risco de não-pagamento dos encargos financeiros que incidem sobre o título doméstico negociado no exterior. O risco de não-pagamento advém de duas fontes: risco de *default* e risco de conversibilidade

$$RP = RCONV + RDF$$

AVALIAÇÃO CRÍTICA DA PROPOSTA DE CONVERSIBILIDADE

- (i) A relação entre o regime de conversibilidade e o risco-país anos 1990 : o Brasil caminhou na direção de uma conversibilidade crescente da conta de capital, sem que houvesse uma tendência de redução no risco-país ou na taxa de juros doméstica.

Testes econométricos realizados por Oreiro, Paula e Silva (2004) mostram que:

1. A conversibilidade da conta de capital tem efeito estatisticamente irrelevante sobre o prêmio de risco país.
 2. Embora o efeito da conversibilidade sobre o prêmio de risco tenha sido irrelevante, os testes apontam que o efeito se daria no sentido oposto ao descrito por Arida: um aumento no nível de controle da capitais reduziriam o prêmio de risco país.
-

(ii) Liberalização Financeira e Crescimento Econômico

- Segundo literatura empírica, não há uma relação causal robusta e definida entre liberalização da conta de capital e crescimento econômico.
 - A liberalização financeira é frequentemente associada à instabilidade macroeconômica: “fluxo de capitais exarceba as flutuações econômicas, quando nas as causam” (Stiglitz, 2000).
 - O impacto da liberalização sobre o crescimento é mais provável ser positivo quando os mercados financeiros domésticos são bem desenvolvidos e regulados. E é mais provável ser negativo quando os mercados doméstico e internacional estão sujeitos à crise.
-

O sistema financeiro brasileiro é **pouco desenvolvido** em termos de grau de aprofundamento financeiro em particular no que se refere à relação crédito total / PIB e capitalização no mercado aberto (2000)

	Empréstimos / PIB	Capitalização no Mercado Acionário / PIB
Brasil	24,8%	35,0%
EUA	45,3%	152,0%
Japão	84,7%	68,0%
Zona do Euro	103,7%	89,0%

A economia brasileira tem elevada vulnerabilidade a mudanças nas condições e humores do mercado financeiro internacional, independentemente do nível de controles de capital. Nessas circunstâncias, o impacto da liberalização da conta de capital sobre o desenvolvimento do sistema financeiro doméstico e sobre o crescimento econômico deve ser **negativo**.

(iii) Volatilidade cambial e o regime de conversibilidade

- A plena conversibilidade não elimina o risco cambial, pois impede que os capitais saiam do país em momento de maior aversão ao risco. Assim, a volatilidade cambial permanece.
 - Controles de entrada x Controles de saída
 - Problemas de volatilidade cambial nos países emergentes: fluxo de capitais X tamanho do mercado de capitais doméstico.
 - A volatilidade cambial em países emergentes resulta, em parte, dos problemas relacionados ao financiamento dos elevados déficits em conta corrente e do balanço de pagamentos e/ou ao refinanciamento de uma dívida externa de curto prazo, que pode levar a uma crescente demanda por *hedge* cambial em momentos de maior incerteza nacional e/ou internacional.
-

(iv) Efeitos da volatilidade cambial sobre investimento e crescimento econômico

- **Incerteza elevada:** exerce impacto negativo sobre as variáveis macroeconômicas entre as quais o **Investimento** (doméstico ou externo) e o crescimento.
 - Há evidências para supor que *a volatilidade da taxa de câmbio tem um significativo impacto sobre o investimento*, e, por conseguinte, sobre o crescimento.
 - *Brasil:* problemas de operação de um sistema de metas de inflação com regime de câmbio flutuante em condições de alto endividamento externo e de elevada abertura da conta de capital.
-

(v) O *trade-off* entre risco cambial e risco de conversibilidade

- É possível a existência de 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 às custas de um aumento significativo do prêmio de risco embutido no risco cambial.
 - Percepção por parte do mercado financeiro de que o BC tem instrumentos suficientes para reduzir a volatilidade nos fluxos de capitais pode gerar uma expectativa nos agentes de maior estabilidade na taxa de câmbio.
-

(vi) As causas da fraqueza “genético-estrutural” do padrão monetário brasileiro

- A qualidade inferior do padrão monetário brasileiro deriva em boa medida da percepção por parte dos agentes da existência de profundos desequilíbrios macroeconômicos na economia brasileira, quais sejam:
 - Elevada vulnerabilidade externa do país
 - Alta relação dívida interna/PIB
 - Mercado financeiro e de capitais pouco desenvolvido
 - Não há razões para supor que a adoção da livre conversibilidade irá criar condições para a superação desta fraqueza, permitindo assim o estabelecimento de um padrão monetário de qualidade superior.
-

EXISTE ALTERNATIVA À LIVRE CONVERSIBILIDADE?

- Diminuição do grau de conversibilidade da conta de capitais, através da **introdução de controles seletivos** que permitiriam:
 - Maior autonomia da política monetária
 - Maior equilíbrio do saldo em Transações Correntes
 - Redução da volatilidade no mercado cambial
 - O crescimento do País é limitado pela **restrição externa**. Porém a solução desta restrição não virá pela conta financeira do Balanço de Pagamentos
 - Para romper a restrição externa do país é necessário garantir condições para a diminuição da elasticidade-renda da demanda por importações e aumento da elasticidade-renda da demanda por exportações.
-

-
- O Brasil possui uma rigidez comercial elevada combinada com um padrão específico de especialização perversa, que deve ser alterada através de **políticas industriais** específicas;
 - É necessário não apenas aumentar o volume das exportações como também diversificar sua pauta;
 - Estímulo e atração do **IDE** para setores exportadores;
 - É fundamental a articulação de uma política econômica efetivamente estabilizadora com políticas setoriais que permitam superar a rigidez comercial da economia brasileira.
-