

A conversibilidade da conta de capitais

Daniel L. Gleizer

Poucos tópicos geram controvérsias tão apaixonadas quanto o da desregulamentação da conta de capitais do balanço de pagamentos. No Brasil, a evolução deste debate está intimamente ligada à nossa melancólica história fiscal e monetária.

Como resultado de décadas de inflação crônica, a moeda nacional era ostensivamente desprezada pelos residentes no Brasil. Neste contexto, as restrições à conversibilidade serviam para dificultar ao máximo a sua troca por moeda estrangeira, pois temia-se que esta possibilidade levaria boa parte da poupança nacional a se deslocar para o exterior, comprometendo ainda mais nosso desempenho econômico.

Assim, a regulamentação de nossa conta de capitais foi marcada pelo objetivo de estancar uma potencial fuga de divisas e pela discricão do Estado na alocação dos recursos disponíveis. Desta forma, o debate sobre os benefícios deste arcabouço regulatório teve como pano de fundo a desordem monetária que a ele deu origem, assim como a estrutura de estímulos setoriais que dele decorria.

Ademais, décadas de convivência com a noção de evasão de divisas, sedimentaram na sociedade brasileira uma atitude de desconfiança de tudo que se relaciona com moeda estrangeira. Esta dimensão cultural faz com que propostas de desregulamentação da conta de capitais sejam recebidas com suspeição por parte da sociedade, contribuindo para que perdue um arcabouço regulatório que teve origem em um conjunto de circunstâncias, em grande medida, já superadas.

O paradigma conceitual que norteia o debate sobre a conversibilidade é a teoria do bem-estar. Esta demonstra que, em situações de mercados competitivos e completos, a conversibilidade é vantajosa pois viabiliza a migração do capital para oportunidades de investimentos mais produtivas, possibilitando uma alocação eficiente de recursos. Do ponto de vista agregado, os consumidores de um país beneficiam-se da possibilidade de contrair empréstimos e de investir no exterior, pois estas oportunidades reduzem a dependência de suas decisões das oscilações do produto doméstico.

É consensual a noção de que a abolição de controles
na conta de capitais exacerba os efeitos perversos
de políticas econômicas insustentáveis

O deslocamento do debate da teoria para a prática, exige que se avalie a adequação deste arcabouço teórico para descrever a realidade em questão. Assim, o foco recai sobre as características institucionais de cada economia, onde a existência de alguma distorção peculiar, pode fazer com que a introdução de controles de capitais assumam vantagens ou desvantagens, não generalizáveis. Mas será que os trabalhos teóricos e empíricos sobre o assunto oferecem alguma proposição de caráter geral?

Uma revisão da literatura mostra que é consensual a noção de que a abolição dos controles na conta de capitais exacerba os efeitos perversos de políticas macroeconômicas insustentáveis, tais como políticas monetárias, fiscais e cambiais inconsistentes. Além disto, há evidências de que a liberalização é particularmente danosa na ausência de um adequado arcabouço de regulamentação prudencial do sistema financeiro. Diante disto, prevalece hoje o entendimento de que há dois critérios básicos para que a adoção da conversibilidade da conta de capitais gere os benefícios dela esperados. O primeiro é que uma série de pré-condições precisa estar atendida. Entre estas se destacam a disciplina fiscal, um regime de taxas de câmbio flutuantes e um aparato de regulamentação prudencial do sistema financeiro adequado. O segundo é que o processo deve respeitar uma seqüência ótima, com a conversibilidade da conta corrente antecedendo a da conta de capitais e com a liberalização dos fluxos de investimento direto antecipando-se à dos capitais de curto-prazo.

Por que, então, perduram tantas dúvidas quanto ao caminho a seguir? O problema reside na dificuldade em avaliar, num dado momento do tempo, se estas pré-condições estão adequadamente satisfeitas. Ademais, hoje entende-se que, quaisquer que sejam as conjecturas dos formuladores de políticas econômicas acerca desta conformidade, é a avaliação implacável do mercado que vai determinar o sucesso ou o fracasso da empreitada. E esta avaliação é feita não apenas em relação às condições que antes prevaleciam em um determinado país, mas sim relativamente às oportunidades e condições existentes em outras paragens. E ela é, e será, refeita constantemente. No mundo de hoje, não há uma avaliação estanque da economia, desvinculada do que com ela se pretende fazer no futuro.

Este olhar para o futuro introduz uma nova dimensão no debate sobre a conversibilidade, pois a própria existência de controles de capitais afeta a percepção do público quanto ao atendimento das condições requeridas. Isto é, a manutenção de controles de capital funciona como um instrumento de sinalização sobre a qualidade dos fundamentos econômicos do país. Se o Banco Central (BC) mantém controles é por que acredita que, na sua ausência, ocorreria uma fuga de ativos financeiros do país. Ora, tal fuga somente ocorrerá se o público acreditar que a qualidade da moeda local é significativamente inferior à da moeda estrangeira, ou que a jurisdição local é menos respeitadora dos direitos de propriedade dos detentores de riqueza financeira, do que a jurisdição estrangeira. Assim, ao manter os controles o BC estaria sancionando a percepção de baixa qualidade do padrão monetário local.*

É possível, porém, que a sinalização enviada pelos controles não seja equivocada. Este seria o caso se as pré-condições necessárias não estivessem satisfatoriamente atendidas, ou se o desenvolvimento institucional do país ainda não tiver sido capaz de eliminar o temor de que o governo adote medidas confiscatórias. O problema é que a manutenção dos controles reforça o segundo problema. O corolário parece ser a necessidade de perseverar na adoção de políticas macroeconômicas coerentes e sustentáveis, aprofundando os mecanismos institucionais que assegurem os direitos de propriedade e reforçando gradativamente o compromisso de avançar em direção à conversibilidade.

** Pêrsio Arida enfatiza este aspecto em trabalhos recentes.*

Daniel L. Gleizer, ex-diretor do Banco Central do Brasil, é diretor executivo do Unibanco e escreve mensalmente às segundas-feiras.