

**TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 235**

**UMA AVALIAÇÃO CRÍTICA DA PROPOSTA DE  
CONVERSIBILIDADE PLENA DO REAL**

**Fernando Ferrari-Filho**

**Frederico G. Jayme Jr.**

**Gilberto Tadeu Lima**

**José Luís Oreiro**

**Luiz Fernando de Paula**

**Julho de 2004**

Ficha catalográfica

338.22(81) Ferrari-Filho, Fernando  
F375a Uma avaliação crítica da proposta de conversibilidade plena  
2004 do real / Fernando Ferrari-Filho, Frederico G. Jayme Jr,  
Gilberto Tadeu Lima, José Luís Oreiro, Luiz Fernando de  
Paula. - Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, 2004.

22p. (Texto para discussão ; 235)

1. Brasil - Política econômica. 2. Brasil - Condições  
econômicas. 3. Brasil – Relações econômicas internacionais. I  
Jayme Jr., Frederico G. II. Lima, Gilberto Tadeu. III. Oreiro,  
José Luís IV. Paula, Luiz Fernando de. V. Universidade  
Federal de Minas Gerais. Centro de Desenvolvimento e  
Planejamento Regional. VI. Título. VII. Série.

CDU

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
CENTRO DE DESENVOLVIMENTO E PLANEJAMENTO REGIONAL**

**UMA AVALIAÇÃO CRÍTICA DA PROPOSTA DE  
CONVERSIBILIDADE PLENA DO REAL\***

**Fernando Ferrari-Filho**

Professor Titular de Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS).  
E-mail: ferrari@ppge1.ppge.ufrgs.br

**Frederico G. Jayme Jr**

Professor de Economia da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG).  
E-mail: gonzaga@cedeplar.ufmg.br

**Gilberto Tadeu Lima**

Professor de Economia da Universidade de São Paulo (USP).  
E-mail: giltadeu@usp.br

**José Luís Oreiro**

Professor de Economia da Universidade Federal do Paraná (UFPR). E-mail: joreiro@sociais.ufpr.br

**Luiz Fernando de Paula**

Professor de Economia da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ).  
E-mail: lfpaula@alternex.com.br

**CEDEPLAR/FACE/UFMG  
BELO HORIZONTE  
2004**

---

\* Gostaríamos de agradecer os comentários de Melissa Menezes com as ressalvas de praxe.

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO .....	6
2. OS ARGUMENTOS FAVORÁVEIS À CONVERSIBILIDADE PLENA DA CONTA DE CAPITAL .....	6
3. UMA SISTEMATIZAÇÃO DA PROPOSTA DE ARIDA .....	10
4. UMA AVALIAÇÃO CRÍTICA DA PROPOSTA DE CONVERSIBILIDADE.....	11
4.1. A relação entre o regime de conversibilidade e o risco-país.....	11
4.2. Liberalização financeira e crescimento econômico .....	12
4.3. Volatilidade cambial e o regime de conversibilidade .....	14
4.4. Efeitos da volatilidade cambial sobre investimento e crescimento econômico .....	15
4.5. O <i>trade-off</i> entre risco cambial e risco de conversibilidade.....	16
4.6. As causas da fraqueza “genético-estrutural” do padrão monetário brasileiro.....	17
5. À GUIA DE CONCLUSÃO: EXISTE ALTERNATIVA À LIVRE CONVERSIBILIDADE? .....	18
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	21

## RESUMO

Em vários artigos recentes, Pêrsio Arida tem defendido a tese de que a livre conversibilidade da conta de capital no Brasil irá resultar em menores taxas de juros em dólares nos títulos de longo prazo no exterior e, por conseqüência, menores taxas de juros em reais, possibilitando, com isso, o aprofundamento do tripé hoje vigente da política econômica – superávit fiscal primário expressivo, taxa de juros balizada pela meta inflacionária e câmbio flutuante. Ademais, a plena conversibilidade irá permitir ainda uma maior estabilização nos fluxos de entrada e saída de divisas, reduzindo, assim, a amplitude da flutuação cambial no País.

O presente artigo objetiva fazer uma análise crítica dos argumentos favoráveis à adoção da plena conversibilidade da conta de capital no Brasil, de acordo com os argumentos desenvolvidos por Arida (2003a, 2003b e 2004). Nossa hipótese central é a de que a adoção da conversibilidade plena da conta de capital, ao invés de consolidar a estabilidade macroeconômica, provavelmente resultará em uma maior instabilidade para o País.

Para tanto, as seguintes questões são avaliadas no artigo: (i) será que a plena conversibilidade, caso venha a ser adotada, permitiria uma queda na taxa de juros doméstica do País, reforçando o tripé de política econômica? (ii) quais são as relações entre liberalização financeira e crescimento econômico e entre abertura da conta de capital e grau de aprofundamento financeiro? (iii) o mercado de divisas tende a se tornar mais ou menos estável com a livre conversibilidade? (iv) quais são os efeitos da volatilidade cambial sobre o investimento e o crescimento econômico? e (v) quais são os motivos da fraqueza “genético-estrutural” do padrão monetário brasileiro e qual é a sua relação com a livre conversibilidade?

Por fim, o artigo discute sucintamente, a título de conclusão, alternativas à plena conversibilidade da conta de capital.

**Palavras-chave:** liberalização financeira; conversibilidade da conta de capital; economia brasileira

## ABSTRACT

This paper aims at discussing critically Pêrsio Arida's proposal of adopting currency convertibility in Brazil. Arida (2003a, 2003b, 2004) points out that currency convertibility would make for lower interest rates in Brazil, as well as for lower interest rates for the Brazilian external bonds. Besides, currency convertibility would stabilize capital flows, as well as exchange rate volatility in Brazil. We argue in this paper that this proposal does not lead necessarily either to less exchange rate volatility, or to lower interest rates. Besides, we close the paper by presenting some alternatives to capital controls in Brazil.

**Key words:** Financial liberalization; convertibility, Brazilian Economy

**JEL:** E44; F34

## 1. INTRODUÇÃO

Em artigo publicado originalmente no jornal *Valor*, Pécio Arida defende a proposta de adoção da plena conversibilidade do real, que resultaria em menores taxas de juros em dólares nos títulos de longo prazo no exterior e, por consequência, menores taxas de juros em reais, permitindo, assim, o aprofundamento do tripé hoje vigente da política econômica – superávit fiscal primário expressivo, taxas de juros balizada pela meta inflacionária e câmbio flutuante. Este texto e outro artigo do mesmo autor sobre a plena conversibilidade do real foram publicados na *Revista de Economia Política* (Arida 2003a e 2003b), juntamente com um artigo de Edmar Bacha (2003), que também adere à mesma tese. Esses artigos foram avaliados criticamente por Belluzzo e Carneiro (2004) e Oreiro, Paula e Silva (2004). Posteriormente, novos argumentos em favor da plena conversibilidade do real aparecem em Arida (2004) e Arida, Bacha e Lara-Resende (2004).

O presente artigo objetiva fazer uma análise abrangente dos argumentos favoráveis à adoção da plena conversibilidade da conta de capital no Brasil, analisando os argumentos desenvolvidos por Arida (2003a, 2003b e 2004), onde o assunto desenvolve-se de forma mais aprofundada. Nossa hipótese central é a de que a adoção da conversibilidade plena da conta de capital, ao invés de consolidar a estabilidade macroeconômica, como aponta Arida, provavelmente resultará em uma maior instabilidade para o País.

O artigo está dividido em três seções, além desta breve introdução. Na seção 2 desenvolvem-se os argumentos favoráveis à adoção de um regime de conversibilidade plena da conta de capital. Na seção 3 a proposta da referida conversibilidade é sistematizada formalmente, visando, com isso, um melhor entendimento da mesma. Na seção 4 efetuamos nossa avaliação crítica da proposta. A seção 5, a título de conclusão, sumaria os argumentos principais do artigo, além de discutir, sucintamente, alternativas à conversibilidade plena da conta de capital.

## 2. OS ARGUMENTOS FAVORÁVEIS À CONVERSIBILIDADE PLENA DA CONTA DE CAPITAL

O argumento central de Arida (2003a e 2003b) é o de que tornar o real uma moeda plenamente conversível é condição necessária para a consolidação da estabilidade macroeconômica no País, aprofundando a trajetória até aqui percorrida, baseada no tripé hoje vigente – superávit primário expressivo, taxa de juros norteada pela meta inflacionária e câmbio flutuante. Sua hipótese básica é a de 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 numa situação de plena conversibilidade<sup>1</sup>. A adoção da conversibilidade livre afirmaria em alto e bom tom a confiança do Banco Central (BC) em sua política, isto é, o BC emitiria um claro sinal de que tem tanta confiança no sucesso da política econômica que permitiria que se comprasse divisas o

---

<sup>1</sup> De acordo com Arida (2003b, p. 152): “os mecanismos de controle cambial, típicos do regime de câmbio controlado, sobreviveram à mudança de regime cambial. Nossa taxa de câmbio flutua, mas vários dos mecanismos de controle permanecem intactos. Para dar um exemplo, mantemos ainda hoje a separação entre os dois mercados de câmbio (o comercial e o financeiro)”.

quanto se quisesse à taxa de câmbio vigente, uma vez que sempre haverá reservas suficientes. Arida, contudo, sustenta, em sua proposta, que o País deveria manter a vedação existente na faculdade de quitação de obrigações locais em moeda estrangeira. A eliminação dos controles administrativos às transações com moeda estrangeira – com a introdução de um regime de livre conversibilidade nas transações no mercado de câmbio – seria para Arida uma *estratégia complementar* à obtenção dos elevados superávits primários na tarefa de *redução do endividamento público como proporção do PIB* à medida que taxas de juros internas e externas mais baixas permitiriam (i) um superávit primário mais baixo, e (ii) um nível de investimento mais alto por parte das empresas domésticas e, portanto, um maior crescimento econômico.

O eixo central de sua argumentação é, portanto, o 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*, o que acaba gerando a necessidade de superávits primários ainda maiores. Em outras palavras, o prêmio de risco depende, entre outros fatores, do regime de conversibilidade da moeda doméstica. De acordo com suas palavras:

[...] surge, aos olhos do credor em moeda estrangeira, um risco desnecessário. Quem empresta seus dólares a residentes no Brasil sabe que está correndo o risco do devedor não ser capaz de gerar os reais necessários para quitar a dívida à taxa de câmbio vigente quando do seu vencimento. A este risco de crédito, soma-se então outro, o risco da espada de Dâmocles do Banco Central ser posta em uso, suspendendo-se, seletiva ou generalizadamente, os pagamentos ao exterior e criando-se um racionamento de divisas por via administrativa. Cresce por conseguinte a taxa de juros em dólares requerida pelo credor e com ela a taxa de juros em reais (Arida, 2003b, p. 153).

Os efeitos da conversibilidade restrita sobre as taxas reais de juros ocorrem de duas formas interdependentes:

- *Efeito sobre o prêmio de risco externo*: a manutenção de um regime de conversibilidade restrita sinaliza para os credores externos a possibilidade de o BC 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*.
- *Efeito sobre o prêmio de risco interno*: sendo válida a “paridade descoberta da taxa de juros”, a taxa de juros nominal doméstica deve ser igual à soma da taxa de juros internacional com o risco-país e a expectativa da desvalorização cambial. Portanto, pelo efeito acima referido, haveria 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. Visto de outra forma, a manutenção de um regime de conversibilidade restrita sinalizaria para os credores internos a *pouca confiança que o próprio Tesouro tem na sua capacidade de honrar os compromissos financeiros devidos à dívida interna*. Essa sinalização tem o efeito de aumentar o prêmio de risco sobre os títulos da dívida doméstica, o que conduz a uma elevação da taxa de juros interna.

Segundo Arida, uma das vantagens da livre conversibilidade é que o BC não seria mais obrigado a manter reservas em divisas, uma vez que o mercado cambial é livre para os agentes que compram e vendem dólares com base em suas expectativas sobre o comportamento da taxa nominal de câmbio. Sob a conversibilidade restrita estaria implícita a mensagem de que em certas circunstâncias pode não haver reservas suficientes para sustentar o câmbio.

Um aspecto secundário da argumentação de Arida é o de que os controles administrativos sobre as transações em moeda estrangeira são vistos como uma “solução ineficiente” para os problemas de volatilidade cambial oriundos de imperfeições nos mercados de câmbio. A solução ótima seria a realização de intervenções esporádicas do BC no mercado de câmbio (*dirty floating*), com o objetivo de suavizar as flutuações cambiais geradas por movimentos de manada e bolhas especulativas, ou, alternativamente, pela imposição de uma taxa temporária com alíquota uniforme e universal para entrada ou saída de moeda estrangeira (Arida, 2003a, p. 139).

Em artigo posterior, Arida (2004) acrescenta vários novos argumentos em favor da conversibilidade plena da conta de capital no Brasil.

Em primeiro lugar, a abertura da conta de capital, quando empreendida no bojo de políticas macroeconômicas sólidas e sustentáveis ao longo do tempo, traz ganhos de bem-estar<sup>2</sup>, por dois motivos: (i) possibilita a alocação de capital para oportunidades de investimentos mais produtivas em outros países, uma vez que a abertura da conta de capital do balanço de pagamentos permitiria aos países emergentes captar recursos mais baratos no exterior em relação ao mercado financeiro doméstico, pois a produtividade marginal do capital é mais baixa nos países desenvolvidos do que nos países emergentes; e (ii) diminui o impacto das flutuações da renda sobre o consumo, visto que os fluxos de capitais externos evitariam quedas profundas no consumo nacional durante uma desaceleração cíclica – em caso de distúrbios cíclicos em termos de comércio, produto ou demanda externa – já que o consumo flutuaria menos do que a renda disponível caso existisse a possibilidade de conseguir empréstimos do resto do mundo durante períodos de queda da renda.

Em segundo lugar, em regimes de câmbio flutuante a possibilidade de introdução de controles agrava os desajustes no mercado cambial. A eliminação do risco de conversibilidade, por sua vez, permitiria uma maior estabilização dos fluxos de entrada e saída de capitais, reduzindo a amplitude da flutuação cambial. Segundo Arida, a faculdade do BC de impor controles de câmbio afeta a “auto-equilibração” do mercado cambial e, nesta medida, impede que os excessos sejam corrigidos pelo próprio mercado. Sob câmbio flutuante, o processo de “auto-equilibração” dos fluxos de capitais ocorre naturalmente, sem interferência do BC. Assim,

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 revertem 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).

---

<sup>2</sup> Para uma análise da literatura favorável à liberalização financeira, ver, entre outros, Fischer (1998).



Em outras palavras, o argumento de Arida baseia-se no seguinte desenvolvimento: em um regime de câmbio flutuante, todo movimento de saída de capitais do País gera uma forte depreciação da taxa nominal de câmbio, deixando os ativos domésticos “baratos” em termos da moeda internacional de referência. Dessa forma, criam-se oportunidades de ganhos de arbitragem na compra de ativos domésticos. Essas oportunidades de ganho irão fazer com que, mais cedo ou mais tarde, os capitais externos voltem ao País. Esse retorno poderá não ocorrer, ou ocorrer em proporção reduzida, no entanto, em função do risco de conversibilidade. Isso porque os investidores internacionais ficam temerosos quanto à possibilidade de se verem incapazes de remeter os seus rendimentos para fora do País em função da introdução de algum controle de saída de capitais por parte do BC.

O comportamento da economia brasileira em 2002 – segundo Arida (2004, p.11) – ilustra a possibilidade de uma “parada súbita”, mesmo com taxa de câmbio flutuante. Naquela ocasião, os capitais de arbitragem não voltaram para o País, apesar do câmbio estar excessivamente depreciado, porque o risco de controles de saída era significativamente elevado. A expectativa de políticas populistas não criaria a clivagem observada entre os retornos de ativos em moeda estrangeira e de ativos domésticos denominados em moeda estrangeira. Assim, no caso de regimes de câmbio flutuante que convivem com formas de conversibilidade sujeitas a mudanças por normas administrativas, processos especulativos podem vir a provocar paradas súbitas de financiamento ao inibir o processo da “auto-equilibração” pela expectativa de uso de controles.

Em terceiro lugar, para Arida (2004, p. 13), rumores de que o BC estaria cogitando introduzir controles de capital podem precipitar um surto especulativo porque os agentes partem da hipótese de que o BC deve saber algo que eles não sabem, configurando uma profecia auto-realizável, o que, por sua vez, desestabilizaria a política cambial que de outra forma seria perfeitamente viável.

Em quarto lugar, o autor acrescenta ainda que o padrão monetário brasileiro é de qualidade inferior, padecendo de uma fraqueza “genético-estrutural”, em função de sua erosão por ações do governo ou tribunais, como inflação, confisco, tributação abusiva, empréstimos compulsórios etc. Neste contexto, controles de capital enviariam um sinal inequívoco a respeito da má qualidade do padrão monetário brasileiro. Em Arida (2002a, p. 136), o autor já havia assinalado que “a manutenção de regimes de conversibilidade restrita mesmo com taxas de câmbio flutuantes sinaliza *urbi et orbi* desconfiança na moeda como reserva de valor”.

Para Arida, a percepção de nossa moeda como sendo de qualidade inferior reflete o passado, não o presente, uma vez que a mudança qualitativa na gestão macroeconômica empreendida a partir de 1999 – qual seja, a adoção de câmbio flutuante e regime de metas de inflação, além da austeridade fiscal – é irreversível. A sinalização dada pela permanência dos controles de capital retardaria a colheita dos bons resultados da gestão macroeconômica. Como consequência, cresceria o risco percebido e, portanto, o superávit fiscal primário necessário para estabilizar a moeda ao longo do tempo. Assim, diante de um padrão monetário deficiente,

[...] os poupadores poupam menos do que poupariam, alocam uma parcela maior de sua riqueza a ativos reais (como imóveis) do que alocariam, exigem taxas domésticas de juros mais altas do que exigiriam, restringem suas aplicações financeiras a investimentos líquidos e de curto prazo para minimizar o risco de confisco ou bloqueio e tratam de manter sua poupança em uma jurisdição mais respeitadora dos direitos de propriedade se tal opção lhes for facultada (Arida, 2004, p. 12).

### 3. UMA SISTEMATIZAÇÃO DA PROPOSTA DE ARIDA

A arbitragem entre títulos domésticos e títulos internacionais faz com que a seguinte relação seja válida:

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

onde:

$i$  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 e  $RP$  é o risco-país.

Podemos definir risco cambial e risco-país da seguinte forma:

- a) *Risco cambial*: é o 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, via de regra, o risco cambial.
- b) *Risco-país*: é o 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, a saber: o *default* ou “calote” dos compromissos financeiros (risco de *default*) e a retenção por parte das autoridades monetárias dos recursos necessários para os pagamentos dos compromissos no exterior (risco de conversibilidade).

Desta Forma:

$$RP = RCONV + RDF$$

Onde:

$RCONV$  é o risco de conversibilidade e  $RDF$  é o risco de *default*.

A essência da proposta de Arida – como visto acima – é que 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. O “risco de conversibilidade” no Brasil seria alto, uma vez que o BC, nas atuais regras, pode a qualquer momento impedir a remessa de recursos para o exterior. A plena conversibilidade impediria que o BC tivesse esse comportamento, eliminando a fonte do risco de conversibilidade. Os pontos centrais de sua argumentação são: (i) o risco de conversibilidade no Brasil é significativo, de forma que a sua eliminação poderia contribuir para uma redução substancial da taxa de juros; e (ii) o risco de conversibilidade e o risco cambial são *diretamente relacionados*: a eliminação do risco de conversibilidade contribuiria para estabilizar o mercado de câmbio, contribuindo, assim, para a redução do risco cambial.

## 4. UMA AVALIAÇÃO CRÍTICA DA PROPOSTA DE CONVERSIBILIDADE

No que segue, avaliamos criticamente os argumentos desenvolvidos por Arida, tal como sumariado nas seções anteriores deste artigo. Em particular, avaliamos os seguintes pontos: (i) a relação entre o regime de conversibilidade da conta de capitais e o risco-país; (ii) a relação entre liberalização financeira e crescimento econômico; (iii) a relação entre volatilidade cambial e o regime de conversibilidade; (iv) os efeitos da volatilidade cambial sobre o investimento e o crescimento econômico; (v) a relação entre o risco cambial e o risco de conversibilidade; e (vi) os motivos da fraqueza “genético-estrutural” do padrão monetário brasileiro e sua relação com a livre conversibilidade.

### 4.1. A relação entre o regime de conversibilidade e o risco-país

O argumento de Arida 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 de redução no risco-país ou na taxa real de juros doméstica. Neste particular, testes econométricos – com base em análise de regressão e testes de co-integração – realizados por Oreiro, Paula e Silva (2004a) e Oreiro *et al* (2004b) mostram que: (i) a conversibilidade da conta de capital, tal como medida pelo índice de controle de capitais de Cardoso e Goldfajn (1998), tem efeito estatístico irrelevante sobre o prêmio de risco-país, ou seja, não há uma relação direta estabelecida entre mudanças nos controles administrativos em relação à conversibilidade da moeda nacional e a variação do prêmio de risco-país; e (ii) embora o efeito da conversibilidade da conta de capital sobre o prêmio de risco no Brasil não seja estatisticamente relevante, os resultados obtidos pelos autores parecem sugerir que o efeito se daria no sentido oposto ao defendido por Arida, ou seja, um aumento do nível de controles de capitais na economia brasileira atuaria no sentido de reduzir o prêmio de risco.

Ademais, Arida, ao dizer que a “adoção da conversibilidade livre afirma em alto e bom tom a confiança do Banco Central em sua política”, parece sugerir afinal que o tripé da boa gestão macroeconômica é insuficiente, ou seja, que a estabilidade por ele conquistada não seria sustentável sem a conversibilidade plena. Se assim o for, a conversibilidade está sendo então apresentada como uma panacéia, ao contrário do que ele sugere. Adiciona-se que não parece óbvio o que levaria os agentes a verem, necessariamente, esse brado do BC como uma sinalização crível de autoconfiança. Aos olhos dos agentes, o que leva a acreditar que o tripé não bastaria? Ou melhor, não seriam eles levados a desconfiar de uma tentativa de manifestação de autoconfiança que fosse além da simples menção a como o tripé adequado está sendo e continuará a ser seguido? Ou seja, estaria descartada a hipótese de que os agentes perceberiam essa iniciativa como mais um truque do BC?

No que se refere à afirmação de que, diferentemente do Plano de Conversibilidade da Argentina, a proposta de conversibilidade para o Brasil somente importa no sentido de mecanismo de troca (ou seja, ausência de quaisquer entraves ou restrições à troca de dólares por reais e de reais por

dólares), cabe a observação de que essa parcialidade sinalizaria, pela própria lógica do autor, uma desconfiança no padrão monetário local, ao induzir o agente a concluir que se lhe é dada liberdade plena de *acesso* à moeda estrangeira, mas não de *utilização* dela no território nacional, então a verdadeira confiança do BC no padrão monetário não é exatamente aquela que ele está tentando sinalizar. Afinal, qual é a razão que o leva a, ainda, continuar a restringir a utilização por parte dos agentes da moeda estrangeira? O BC, ao não permitir o uso da moeda estrangeira para quitar obrigações internamente, não estaria sinalizando uma baixa estima no padrão monetário doméstico?<sup>3</sup>

Por outro lado, há uma contradição entre o argumento do autor de que, com a livre conversibilidade, o BC não seria mais obrigado a manter reservas em divisas, com o reconhecimento de que, face à existência de imperfeições no mercado de câmbio, são necessárias intervenções esporádicas do BC neste mercado. Ou seja, o próprio Arida reconhece a necessidade, devido às imperfeições no mercado, de intervenções do BC, para o qual evidentemente é necessária a acumulação de reservas. Provavelmente, ao contrário do que ele sugere, *com a conversibilidade plena seria necessário manter um volume de reservas em moeda estrangeira muito maior do que no caso em que o BC tivesse a sua disposição instrumentos administrativos para conter ou controlar os fluxos de entrada e saída de moeda estrangeira.*

#### **4.2. Liberalização financeira e crescimento econômico**

No que se refere aos aludidos ganhos de bem-estar derivados da abertura da conta de capital quando empreendida no contexto de políticas macroeconômicas “sólidas”, a literatura empírica mostra que a relação entre os efeitos da liberalização financeira e o crescimento econômico, freqüentemente, não tem sido conclusiva<sup>4</sup>. Neste sentido, um recente estudo feito por economistas do Fundo Monetário Internacional (FMI) conclui que: “...um exame sistemático das evidências sugere que é difícil estabelecer uma relação causal robusta entre integração financeira [isto é, liberalização da conta capital] e desempenho do crescimento do produto” (Prasad *et al*, 2003, p. 6).

Rodrik (1998, p.61), por sua vez, ao analisar a relação entre liberalização financeira, por um lado, e crescimento econômico e estabilidade, de outro, concluiu que: “os dados não oferecem nenhuma evidência de que países em desenvolvimento sem controle de capitais tenham crescido mais rápido, investido mais, ou experimentado inflação menor. Controles de capitais são essencialmente não-correlacionados com o desempenho econômico no longo termo, uma vez que controlemos outros determinantes”<sup>5</sup>.

Além disso, Bresser-Pereira e Nakano (2002, p. 155), também, ressaltam que “existem abundantes evidências empíricas de que o afluxo de capital para países em desenvolvimento tem

---

<sup>3</sup> Retornaremos a esta questão mais adiante.

<sup>4</sup> Segundo Eichengreen e Leblang (2002) é difícil – de acordo com as evidências da literatura empírica – identificar um efeito robusto da liberalização da conta capital sobre crescimento, uma vez que tais estimativas são sensíveis ao tipo de amostra e especificações da pesquisa.

<sup>5</sup> Rodriguez e Rodrik (1999) demonstram, ademais, não haver evidências conclusivas entre abertura comercial e crescimento. Harrison e Hanson (1999), também, não encontram evidências entre abertura comercial e financeira e crescimento econômico para uma amostra de países desenvolvidos e em desenvolvimento.

causas exógenas, tais como redução da taxa de juros nos Estados Unidos e o excesso de liquidez no mercado financeiro internacional, e que em nada têm contribuído para aumentar a taxa de investimento produtivo nesses países”.

Esses resultados parecem recomendar bastante cautela no processo de liberalização financeira para os países em desenvolvimento, e, em particular, no que se refere a propostas de completa liberalização na conta de capital do balanço de pagamentos.

Acrescente-se que a liberalização financeira tem sido freqüentemente associada a uma maior instabilidade, pelo fato de que os fluxos de capitais são fortemente pró-cíclicos. Esta característica exacerba as flutuações econômicas, quando não as causam, ao mesmo tempo em que expõe os países às vicissitudes associadas a mudanças nas circunstâncias econômicas de fora do país. Em outras palavras, desequilíbrios macroeconômicos em países emergentes com conta de capital aberta – tais como elevados déficits em conta corrente, desequilíbrios fiscais, fragilização do sistema financeiro etc. – podem ser um resultado endógeno do modelo de política econômica adotado, seja em função de um afluxo excessivo de capitais externos, seja devido à saídas abruptas de capitais para o exterior. Por exemplo, uma mudança repentina nas percepções dos emprestadores/investidores referente ao risco dos mercados emergentes pode resultar em uma enorme saída de capitais, podendo mesmo minar a viabilidade de um sistema financeiro como um todo (Stiglitz, 2000, p. 1080)<sup>6</sup>.

O impacto da liberalização da conta de capital sobre o crescimento – segundo Eichengreen e Leblang (2002, p. 2, itálicos acrescentados) – “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”. Em outras palavras, a experiência recente do pós-Segunda Guerra Mundial mostra que os países que se desenvolveram até atingir o grau de “países desenvolvidos” inicialmente desenvolveram seu mercado financeiro doméstico, acompanhado de conversibilidade restrita e controles de capitais, para somente em seguida 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.

Como se sabe, o sistema financeiro brasileiro – apesar de sua sofisticação do ponto de vista microeconômico – é pouco desenvolvido em termos de grau de aprofundamento financeiro, como atesta a comparação internacional com países desenvolvidos, em particular no que se refere à relação crédito total/PIB e capitalização no mercado acionário<sup>7</sup>. A economia brasileira – em função do elevado endividamento externo, baixo nível de reservas internacionais, ausência de uma moeda forte e conversível, tamanho relativamente pequeno do mercado financeiro doméstico etc. – tem elevada vulnerabilidade a mudanças nas condições e humores do mercado financeiro internacional, independentemente dos controles de capitais. 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.

---

<sup>6</sup> É digno de nota que o próprio Arida (2004, p. 5) reconhece que “[a] boa qualidade da gestão macroeconômica, em si mesma, não é suficiente para impedir processos especulativos, pois o próprio entendimento dos “fundamentos” macroeconômicos tende a mudar quando deteriora o estado de expectativas”.

<sup>7</sup> Segundo Belaisch (2003, p. 4), a relação empréstimos/PIB e relação capitalização no mercado acionário/PIB em 2000 eram, respectivamente, 24,8% e 35,0% no Brasil. Nos EUA, essas relações eram 45,3% e 152,0%, no Japão elas eram 84,7% e 68,0%, e na Zona do Euro eram 103,7% e 89,0%, respectivamente, no mesmo ano.

### 4.3. Volatilidade cambial e o regime de conversibilidade

A argumentação de Arida de que em regimes de câmbio flutuante a possibilidade de introdução de controles agrava os desajustes no mercado cambial, enquanto que a eliminação do risco de conversibilidade permitiria uma maior estabilização dos fluxos de entrada e saída de capitais, reduzindo a amplitude da flutuação cambial, apresenta alguns problemas. Antes de mais nada, ela deixa claro que a plena conversibilidade não elimina o risco cambial. Muito embora a plena conversibilidade pudesse, em tese, contribuir para um retorno mais rápido dos capitais externos após a saída dos mesmos, não seria suficiente para impedir que tais capitais saíssem do País. Sendo assim, a volatilidade cambial provavelmente permaneceria mesmo após a introdução da plena conversibilidade da conta de capitais.

Note-se também que o controle à entrada de capitais não é incompatível com a proposta de Arida, pois a rigor a conversibilidade relaciona-se apenas a controles de saída. Posto que Arida (2004) se refere ao risco de conversibilidade como algo associado a direitos *anteriormente* concedidos, segue-se então que somente controles de capital na saída seriam potencialmente sujeitos às suas críticas. Vale dizer, mecanismos de controle na entrada (ou, dito de outra maneira, mecanismos que pudessem “disciplinar” os influxos de capital), definidos *ex ante*, estariam, portanto, imunes a várias das críticas feitas por Arida a controles de capital. Não estaria descartada, inclusive, a hipótese de que esses mecanismos de disciplina dos influxos de capital poderiam mesmo ser pensados como solução alternativa para o problema de sinalização de confiança apresentado por Arida. Afinal, o que se deseja com a adoção de controles adequados na entrada é exatamente que determinados influxos potenciais de capital mudem seu curso de ação. Ou seja, seu objetivo é exatamente sinalizar uma preferência por determinados influxos e não por outros.

De fato, a experiência do BC do Brasil pós-1995 tem mostrado que os controles de capitais no Brasil têm sido facilitados em momentos de ataques especulativos, caracterizando um caráter endógeno dos controles de capitais no País (Cardoso e Goldfajn, 1999).

Acrescente-se, ainda, que estimativas sobre o risco de conversibilidade no Brasil (Garcia e Didier, 2001) mostram que, desconsiderando alguns períodos de turbulência nos mercados financeiros, compreendido entre setembro de 1997 e março de 1999, o risco de conversibilidade no período 1996-2000 esteve próximo de zero. Em outras palavras, em tempos tranquilos, os investidores domésticos e internacionais atribuem uma probabilidade muito baixa ao evento “controles de saída”, de tal forma que o risco de conversibilidade é provavelmente precificado em torno de zero<sup>8</sup>. Ou seja, a percepção por parte dos agentes do risco de introdução de controles de saídas de capitais só é elevada em épocas de crise. Se isto tudo é verdade, ou seja, se a experiência brasileira não tem se caracterizado pela introdução de controles sobre as saídas de capitais em momentos de maior especulação cambial e se os investidores atribuem uma probabilidade baixa à possibilidade de controles em períodos normais, por que os investidores iriam pensar que seria diferente a partir de agora?

---

<sup>8</sup> Em termos convencionais, se os agentes são racionais eles sabem que o BC só tem incentivo para introduzir esses controles em períodos de crise, ou seja, em períodos nos quais ocorre uma “parada súbita” nos fluxos de capitais para o país. Em períodos normais, nos quais o capital estrangeiro está entrando em grandes volumes no país, o BC não tem interesse em impor restrições à saída dos mesmos. Por isso, os agentes irão atribuir uma baixa probabilidade ao evento “incapacidade de conversão da moeda doméstica em divisas”, e, portanto, o risco de conversibilidade será baixo.

Greenville (2000) assinala que a experiência geral com regimes de taxa de câmbio flutuante tem mostrado que a substituição de regimes de câmbio fixo por flutuante tem produzido maior variabilidade, e que os ditos fundamentos econômicos não podem explicar o comportamento da taxa de câmbio no horizonte de curto e médio prazo. Segundo ele, os problemas de volatilidade cambial são mais sérios quando se trata de países emergentes, uma vez que: (i) não têm uma experiência histórica de taxas de câmbio determinadas pelo mercado; (ii) há poucos especuladores estabilizadores *à la* Friedman atuando no mercado de câmbio, ou seja, há uma ausência de *players* desejosos a atuar em posições cambiais contrárias à da média do mercado, além de estes mercados serem propensos a exibirem uma mentalidade de manada (*herd behavior*); e (iii) apresentam fluxos de capitais muito maiores e mais voláteis em relação ao tamanho dos mercados de capitais domésticos.

A flutuação cambial – da forma defendida por Arida e outros – seria o caminho natural para os *policymakers* desejosos em obter maior autonomia no exercício da política monetária sem sacrificar a conversibilidade da moeda nacional e a integração ao mercado financeiro internacional, permitindo, assim, uma “trindade possível” *à la* modelo Mundell-Fleming: livre mobilidade de capitais, regime de câmbio flutuante e autonomia de política monetária. No caso de taxas de câmbio totalmente flutuantes, a autoridade monetária não intervém no mercado de câmbio, e, portanto, as reservas cambiais não se alteram. Logo, o balanço de pagamentos estará, por definição, em equilíbrio<sup>9</sup>. Assim, o governo deixa o câmbio flutuar, o que permitiria, *ceteris paribus*, um nível de atividade e de emprego maior, especialmente nas indústrias exportadoras, ao mesmo tempo em que as taxas de juros domésticas mais baixas estimulariam o nível de gastos dos agentes (firmas e famílias).

O problema desta opção – como já assinalado acima –, em particular para uma boa parte dos países emergentes, possuidores de moedas de curso internacional insignificante, está associado às oscilações bruscas e intensas da taxa de câmbio ao sabor do movimento instável dos fluxos de capitais, que pode afetar negativamente estas economias, tendo um forte impacto sobre a inflação (devido aos efeitos da própria desvalorização cambial sobre o custo das empresas). De fato, a volatilidade da taxa de câmbio em países emergentes resulta, em boa medida, dos problemas associados ao financiamento de elevados déficits em conta corrente no balanço de pagamentos de um país, 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 no cenário nacional e/ou internacional<sup>10</sup>.

#### **4.4. Efeitos da volatilidade cambial sobre investimento e crescimento econômico**

Os efeitos negativos da volatilidade cambial sobre o crescimento econômico têm sido objeto de vários estudos acadêmicos. Tomando a literatura relativa à teoria de investimento sob incerteza como base<sup>11</sup> e uma análise de painel em que procuram avaliar o impacto da volatilidade da taxa de

---

<sup>9</sup> Nas palavras de Arida (2004, p. 9-10): “Sob câmbio flutuante, no entanto, o montante de reservas não interfere na qualidade do crédito do devedor. Esta é a razão pela qual, em regime de câmbio flutuante, não há propriamente uma dívida externa do País, apenas a dívida externa de seus residentes, incluindo entre eles o Tesouro Nacional”.

<sup>10</sup> Segundo Arida (2004, p. 8), a expectativa da introdução de controles aumenta a demanda por ativos em moeda estrangeira, criando uma demanda por precaução que de outra forma não existiria, e termina por agravar o processo de desvalorização em curso. Ao contrário do que sustenta o autor, entendemos que, na presença de conversibilidade plena, a demanda por precaução por ativos em moeda estrangeira provavelmente aumentaria em função do aumento do risco cambial que resulta da maior volatilidade na taxa de câmbio.

<sup>11</sup> Para uma resenha desta literatura, ver Carruth *et al* (2000).

câmbio sobre o investimento em 15 países da União Européia, Guérin e Lahrèche-Révil (2003) concluem que uma incerteza elevada tem, na maioria dos casos, um impacto negativo sobre as variáveis macroeconômicas, entre as quais o investimento (doméstico ou externo) e o crescimento<sup>12</sup>. Este impacto negativo advém do fato de que uma parte do custo ou do preço dos bens produzidos são denominados em moeda estrangeira. Ou seja, ele depende da exposição externa da firma e do grau de abertura do país, incluindo não somente o comércio internacional, como também a sua integração (e grau de abertura) ao mercado financeiro internacional. Em particular os autores encontram evidências de que *a volatilidade da taxa de câmbio tem um significativo impacto sobre o investimento*, e, por conseguinte, sobre o crescimento, dependendo do grau e da natureza da exposição externa de um país. E concluem que países emergentes que se defrontam com a escolha entre regimes de câmbio fixo ou perfeitamente flexível devem dar atenção às conseqüências reais de suas estratégias cambiais<sup>13</sup> (Guérin e Lahrèche-Révil, 2003, p. 19).

De fato, no caso brasileiro, o funcionamento de um sistema de metas de inflação com regime de câmbio flutuante, em condições de alto endividamento externo e de elevada abertura na conta capital, tem gerado forte instabilidade na taxa de câmbio, com impacto negativo sobre os níveis de investimento no Brasil. Neste contexto, a política monetária tem que responder a variações na taxa de câmbio na medida em que essas afetam o cumprimento da meta inflacionária. Após a mudança do regime cambial, em janeiro de 1999, os movimentos de saída de capitais de curto prazo, induzidos por mudanças nas expectativas dos agentes internacionais, passaram a se refletir não somente em perda de reservas internacionais, mas, também, sobre a própria taxa de câmbio. Mais especificamente, os movimentos de saída de capitais de curto prazo induziam (e induzem) uma grande desvalorização da taxa nominal de câmbio, a qual se repassada para os preços domésticos – por intermédio do assim chamado efeito *pass-through* – colocaria em risco a estabilidade da taxa de inflação. Dessa forma, o BC tem sido obrigado a elevar a taxa de juros para reverter o fluxo de saída de capitais e impedir, assim, o aumento da inflação devido à desvalorização do câmbio, acabando por afetar negativamente tanto o crescimento econômico quanto o volume da dívida pública. Neste contexto, a política monetária fica “prisoneira” do objetivo único de estabilidade de preços, tendo ao mesmo tempo efeitos macroeconômicos desestabilizadores sobre a economia brasileira (em termos do nível do produto e emprego)<sup>14</sup>.

#### **4.5. O *trade-off* entre risco cambial e risco de conversibilidade**

Analisemos, agora, o argumento de Arida de que a renúncia expressa aos controles de capital pode dar credibilidade a políticas que de outra forma se mostrariam insustentáveis. A razão é a percepção de que o BC está cogitando – ou pode vir a cogitar – a introdução de controles de capital pode precipitar um surto especulativo, porque os agentes partem da hipótese de que o BC deve saber algo que eles não sabem.

---

<sup>12</sup> Nesta direção, pesquisa feita por Caprio (1997) mostra que a instabilidade tem efeitos persistentes sobre o crescimento econômico, uma vez que o crescimento é desacelerado por vários anos depois que uma crise ocorre. Além disso, a instabilidade econômica – segundo Furman e Stiglitz (1999) – tem freqüentemente fortes conseqüências distributivas, especialmente em países emergentes, onde as redes de segurança são inadequadas ou inexistentes.

<sup>13</sup> Como observam Eichengreen, Tobin e Wyplosz (1995, p.164), “volatilidade nas taxas de câmbio e nas taxas de juros, induzida pela especulação e por fluxos de capitais, pode ter conseqüências econômicas reais devastadoras sobre setores particulares e economias como um todo”.

<sup>14</sup> Para uma análise dos impasses atuais da economia brasileira, ver Oreiro, Sicsú e Paula (2003).



Neste particular, nossa avaliação é que o BC não pode abrir mão de uma linha última de defesa, pois do contrário fica vulnerável às vicissitudes do mercado financeiro internacional, sob o risco de haver um colapso cambial justamente derivado de uma parada súbita (e não o contrário). Acrescente-se que o BC pode, através de mudanças na alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) e outras medidas discricionárias (como um regime de quarentena sobre os fluxos de entrada), influenciar os fluxos de entrada e saída de capitais do País, contribuindo, dessa maneira, para (i) a estabilização dos fluxos de capitais, e (ii) a redução da volatilidade da taxa de câmbio.

Daqui se segue que um aumento do risco de conversibilidade, devido à percepção por parte dos agentes do mercado financeiro de que o BC pode impedir a remessa de recursos para o exterior com o objetivo de estabilizar o câmbio em períodos de crise, poderia ser seguido por uma redução do risco cambial. Isso porque a percepção por parte do mercado financeiro de que o BC tem instrumentos suficientes para reduzir a volatilidade nos fluxos de capitais criaria nesses agentes a expectativa de uma maior estabilidade da taxa de câmbio no futuro e, dessa forma, contribuiria para a redução do risco cambial. Portanto, 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.

Eichengreen e Leblang (2002) – usando dados de painel cobrindo diferentes períodos e diferentes amostras de países – encontraram um efeito robusto de que controles de capital operam sob o impacto das crises financeiras: enquanto a crise deprime o crescimento quando a conta de capital está aberta, os controles neutralizam este efeito. Em outras palavras, os controles de capital são úteis para isolar os países dos impactos negativos sobre o crescimento em períodos em que a instabilidade financeira se difunde, uma vez que eles diminuem o impacto disruptivo da instabilidade externa sobre o produto nacional.

#### **4.6 As causas da fraqueza “genético-estrutural” do padrão monetário brasileiro**

Cabe, por fim, analisar a proposição de que controles de capital enviam um sinal negativo sobre a qualidade do padrão monetário e sinalizam desconfiança na moeda doméstica como reserva de valor, uma vez que tal padrão padeceria de uma fraqueza “genético-estrutural”.

Em primeiro lugar, a evidência empírica internacional sobre os determinantes do prêmio de risco não nos permite concluir que esse componente de desconfiança é importante. Em segundo lugar, não é óbvia a maneira como ocorre essa contaminação, nem se o problema da confiança está corretamente especificado por Arida. Ou seja, não é nem um pouco evidente que a melhor maneira de o BC sinalizar que confia no padrão monetário local é permitir que os agentes fujam dele no momento e na magnitude por eles desejada. Em certa medida e extensão, o fato de a conversibilidade restrita facultar ao BC alterar as normas do mercado cambial de acordo com os requisitos de política econômica, como reconhece Arida, não seria algo interpretado como potencialmente positivo pelos agentes, ao sinalizar precisamente uma preocupação com a manutenção da qualidade do padrão monetário local?

Já assinalamos anteriormente que a parcialidade da proposta de conversibilidade (ou seja, mantendo a vedação existente da faculdade de quitação de obrigações locais em moeda estrangeira) igualmente sinalizaria uma desconfiança no padrão monetário doméstico. Vale dizer, a tentativa de sinalizar confiança no padrão monetário doméstico através da conversibilidade livre não seria crível aos olhos dos agentes exatamente por não abarcar a dimensão da permissão ao uso da moeda estrangeira para quitar obrigações no território nacional!

Concluindo, nossa avaliação da questão da fraqueza “genético-estrutural” do padrão monetário brasileiro é algo distinta da de Arida. A qualidade “inferior” do padrão monetário 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 (resultado em boa medida da política de juros altos em uma dívida predominantemente indexada), um mercado financeiro e de capitais pouco desenvolvido, entre outros fatores. Portanto, são as peculiaridades estruturais específicas da economia brasileira – em particular suas fragilidades – que fazem com que o padrão monetário tenha uma fraqueza “genético-estrutural”. Portanto, não há razões para supor que a adoção de plena conversibilidade irá criar condições para superação desta fraqueza, permitindo, assim, o estabelecimento de um padrão monetário de qualidade superior.

## 5. À GUIA DE CONCLUSÃO: EXISTE ALTERNATIVA À LIVRE CONVERSIBILIDADE?

A adoção da proposta de livre conversibilidade do real provavelmente iria resultar em uma maior instabilidade macroeconômica do País, com efeitos negativos sobre o padrão monetário brasileiro. A sua implementação teria o efeito oposto ao desejado. A plena conversibilidade, ao atuar no sentido de eliminar o risco de conversibilidade, poderia aumentar o risco cambial de forma que o resultado final dessas variações seria um aumento da taxa de juros doméstica, com efeitos deletérios sobre o crescimento econômico do País.

Nossa análise não resulta na conclusão de que a existência de um regime de conversibilidade parcial, nos moldes existentes no País, produzirá uma política econômica que garanta crescimento econômico sustentado e financeiramente estável para o Brasil. Este requer, por um lado, a adoção de uma política macroeconômica efetivamente estabilizadora<sup>15</sup>, o que provavelmente requereria uma diminuição no grau de conversibilidade da conta de capital, através da introdução de controles seletivos de capitais que permitam: (i) uma maior autonomia da política monetária ao se desvincular um pouco mais a taxa de juros doméstica do valor estabelecido pela “paridade descoberta da taxa de juros”; (ii) contribuir para um maior equilíbrio do saldo em transações correntes do balanço de pagamentos, ao impedir que a entrada de grandes fluxos de capital no País gere uma forte apreciação da taxa real de câmbio; e (iii) diminuir a volatilidade no mercado cambial, visando melhorar as condições de administração da política monetária e cambial<sup>16</sup>.

---

<sup>15</sup> O objetivo da política econômica deve se voltar para a *estabilidade macroeconômica*, um conceito mais amplo do que o de estabilidade de preços, ou seja, deve procurar compatibilizar equilíbrio interno com equilíbrio externo. Por *equilíbrio interno*, entende-se crescimento com manutenção da inflação sob controle, sem adoção de políticas contractionistas de demanda agregada, bem como o estabelecimento de condições para um gerenciamento da dívida pública, tido como fundamental para a retomada da condição do governo realizar políticas fiscais contra-cíclicas. Por *equilíbrio externo*, entende-se a redução da volatilidade cambial, que será alcançada por meio da implementação de instrumentos de controles de capitais, e a redução da vulnerabilidade externa, o que deve ser obtida por meio de déficits em conta corrente em níveis relativamente baixos, financiados predominantemente com capitais de longo prazo.

<sup>16</sup> Uma proposta mais detalhada para adoção de controle de capitais no Brasil, que foge ao escopo deste artigo, é feita em Paula, Oreiro e Silva (2003).

Por outro lado, deve-se considerar que a conta financeira no Brasil tem historicamente determinado a conta corrente. De fato, em períodos de fluxo positivo de capitais, foi possível crescer e ainda estabilizar a economia com elevados déficits em conta corrente (ou poupança externa). Os períodos de reversão dos fluxos acarretaram a necessidade de produzir superávits comerciais para diminuir ou reverter o déficit em conta corrente (1981/90 e 1999/2004). No entanto, devido à estrutura industrial brasileira e à necessidade de importar bens de capital com maior conteúdo tecnológico, os períodos de reversão do fluxo de capitais e o esforço em obter superávits comerciais, em geral, vêm acompanhados de uma diminuição da absorção interna, seja para refrear as importações e estimular as exportações, seja para contrabalançar – via política monetária – o efeito da desvalorização do câmbio sobre os preços internos (o *pass-through* do câmbio no Brasil é relativamente alto). Ou seja, o crescimento do País é limitado pela restrição externa.

Logo, a solução da restrição externa não virá pela conta financeira do balanço de pagamentos. De fato, com ou sem livre conversibilidade, não há garantia de fluxos líquidos de capitais positivos suficientes para financiar adequadamente o crescimento. E também não há nenhuma razão – teórica ou empírica – para supor que a livre conversibilidade irá permitir reverter a dificuldade do País em realizar um *catch up* tecnológico, que é uma dimensão fundamental a inviabilizar um crescimento elevado e sustentado no médio e longo prazos.

Neste contexto, o fundamental para romper a restrição externa no País, e permitir diminuir o prêmio de risco-Brasil e a excessiva volatilidade cambial, é garantir – principalmente através de política industrial – condições para a diminuição da elasticidade-renda da demanda por importações e o aumento da elasticidade-renda da demanda por exportações (McCombie e Thirlwall, 1994). O Brasil possui uma rigidez comercial elevada combinada com um padrão de especialização perversa, que deve ser alterada através de políticas industriais específicas.

A questão central da restrição externa está na dificuldade em garantir um resultado em conta corrente que não seja determinado pela conta financeira do balanço de pagamentos. Vale dizer, o rompimento da restrição externa só será possível quando a obtenção de superávits comerciais não se der às custas de compressão da absorção interna. Sendo assim, a livre conversibilidade pode agravar a restrição externa, por não ser um instrumento, pelo menos *a priori*, capaz de garantir aumento de investimentos que ampliem o conteúdo tecnológico da estrutura industrial brasileira.

Nesse contexto, cabe à política econômica não apenas promover, tanto quanto possível, o aprofundamento – ou, pelo menos, garantir a manutenção – do ajustamento em curso no balanço de transações correntes, mas, inclusive, e para tanto, considerar a desejabilidade e a possibilidade de adoção de medidas de disciplina da conta de capital do balanço de pagamentos e de influência adequada sobre a trajetória da taxa de câmbio real. Sem dúvida, a obtenção recorrente de saldos comerciais expressivos é o mecanismo mais efetivo de conciliação do crescimento econômico com o equilíbrio das contas externas. Afinal, um desempenho exportador adequado não somente alivia as restrições externas ao crescimento econômico, mas, inclusive, à maneira de um círculo virtuoso, pode funcionar como um propulsor fundamental deste. É nesse sentido, portanto, que o necessário processo de substituição de importações, impulsionado que é pelo próprio crescimento econômico, deve desdobrar, tanto quanto possível, em aumento na produção nacional de bens comercializáveis internacionalmente.

No caso das exportações, trata-se não apenas de elevar seu volume, mas, inclusive, de promover a necessária reconfiguração de sua pauta. Em verdade, prevalece um padrão de especialização relativamente perverso para as exportações brasileiras, do que decorre, embora também por outras razões, uma reduzida participação das exportações brasileiras nos setores dinâmicos do comércio internacional. Nesse sentido, por exemplo, a necessidade de uma política de atração de investimento para o desenvolvimento de setores selecionados como estratégicos ao objetivo de fortalecimento do comércio exterior; vale dizer, de estímulo e atração do investimento direto estrangeiro (IDE) para setores exportadores e/ou para segmentos que permitam uma maior integração do País nos fluxos internacionais de comércio.

Em conclusão, para que o País alcance uma rota de crescimento sustentado é fundamental a articulação de uma política macroeconômica efetivamente estabilizadora com políticas setoriais que permitam superar a rigidez comercial da economia brasileira. Trata-se, enfim, de implementar uma arquitetura da política econômica para o País que assegure uma inserção mais soberana do Brasil no contexto do processo de globalização financeira atualmente em curso.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARIDA, P. (2003a). “Ainda a conversibilidade”. *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 3, pp. 135-142, jul./set.
- ARIDA, P. (2003b). “Por uma moeda plenamente conversível”. *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 3, pp. 151-154, jul./set.
- ARIDA, P. (2004). *Aspectos macroeconômicos da conversibilidade: uma discussão do caso brasileiro*. Mimeo.
- ARIDA, P., BACHA, E. e LARA-RESENDE, A. (2003). *High interest rates in Brazil: conjectures on the jurisdictional uncertainty*. Mimeo.
- BACHA, E. (2003). “Reflexões pós-cepalinas sobre inflação e crise externa”. *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 3, pp. 143-150, jul./set.
- BELAISCH, A. (2003). “Does Brazilian banks compete?” *IMF Working Paper* 03/113, May.
- BELLUZZO, L.G. e CARNEIRO, R. (2004). “O mito da conversibilidade”. *Revista de Economia Política*, v. 24, n. 2, pp. 218-222, abr./jun.
- BRESSER-PEREIRA, L.C. e NAKANO, Y. (2002). “Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade”. *Revista de Economia Política*, vol. 22, n.3, pp.146-177, jul./set.
- CAPRIO, G. (1997). “Safe and sound banking in developing countries: we’re not in Kansas anymore”. *Research in Financial Services Services: Private and Public Policy*, n. 9, pp. 79-97.
- CARDOSO, E. e GOLDFAJN, I. (1998). “Capital flows to Brazil: the endogeneity of capital controls”. *IMF Staff Papers*, v. 45, n.1, pp. 161-202, March.
- CARRUTH, A., DICKERSON, A., e HENRELEY, A. (2000). “What do we know about investment under uncertainty”. *Journal of Economic Surveys*, v. 24, n. 2, pp. 119-153.
- EICHENGREEN, B., TOBIN, J. e WYPLOSZ, C. (1995). “Two cases for sand in the wheels of international finance”. *Economic Journal*, 105(428): 162-72, January.
- EICHENGREEN, B. e LEGLANG, D. (2002). “Capital account liberalization and growth: was Mr. Mahathir right?” *NBER Working Paper Series* n. 9427, December.
- FISCHER, S. (1998). “Capital account liberalization and the role of the IMF”. *Essays in International Finance* n. 207, pp. 1-10, Princeton.
- FURMAN, J. e STIGLITZ, J. (1999). “Economic consequences of income inequality”. *Federal Reserve Bank Review of Kansas City*.
- HARRISON, A. e HANSON, G.. 1999. “Who gains from trade reform? Some remaining puzzles”. *NBER Working Papers* n. 6915, January.
- GARCIA, M.G.P. e DIDIER, T. (2001). *Taxa de juros, risco cambial e risco Brasil*. Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/Mgarcia/Papers/RiscoBrasilPPE0107192.PDF>. Acessado em: 19/04/2004.

- GRENVILLE, S. (2000). "Exchange rate regimes for emerging markets". *Reserve Bank of Australia Bulletin*, pp. 53-63, November.
- GUÉRIN, J.-L. e LAHRÈCHE-RÉVIL, A. (2003). *Exchange rate volatility and investment*. Mimeo.
- MCCOMBIE, J.S.L. e THIRLWALL, A.P. (1994). *Economic Growth and the Balance-of-Payments Constraint*. New York: St. Martin Press.
- OREIRO, J.L., SICSÚ, J., e PAULA, L.F. (2003). "Controle da dívida pública e política fiscal: uma alternativa para um crescimento auto-sustentado da economia brasileira". In Sicsú, J., Oreiro, J.L. e Paula, L.F. (orgs.). *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. Barueri/SP: Editora Manole.
- OREIRO, J.L., PAULA, L.F. e SILVA, G.J. (2004a). "Por uma moeda parcialmente conversível: uma crítica a Arida e Bacha". *Revista de Economia Política*, v. 24, n.2, pp. 223-237, abr./jun.
- OREIRO, J.L., PAULA, L.F., ONO, F.H., SILVA, G.J. (2004b). Conversibilidade da conta de capitais e seus desdobramentos: evidências a partir da experiência recente da economia brasileira e mundial. Mimeo [disponível em <http://www.joseluisoreiro.ecn.br>].
- PAULA, L.F., OREIRO, J.L., e SILVA, G.J. (2003). "Fluxos e controle de capitais no Brasil: avaliação e proposição de política". In Sicsú, J., Oreiro, J.L. e Paula, L.F. (orgs.). *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. Barueri/SP: Editora Manole.
- PRASAD, E., ROGOFF, K. WEI, S. e KOSE, M. (2003). *Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence*. Mimeo (www.imf.org).
- RODRÍGUEZ, F. e RODRIK, D. (1999). "Trade policy and economic growth: a skeptic's guide to the cross-national evidence". *NBER Working Papers* n.5791. Cambridge, Massachusetts. April.
- RODRIK, D. (1998). "Who needs capital-account convertibility?" *Essays in International Finance* no. 207, pp. 55-65, Princeton.
- STIGLITZ, J. (2000). "Capital market liberalization, economic growth, and instability". *World Development*, v. 28 n. 6, pp. 1075-1086.