

Por uma Moeda Plenamente Conversível*

PERSIO ARIDA **

The paper argues that the monetary reform undertaken in 1984 is to be completed by rendering the real fully convertible into other currencies. In present *status quo* the real is convertible under some circumstances and for some agents while Central Bank may suspend convertibility or alter its rules by administrative decree. As a consequence, there is a convertibility risk premium that leads to either higher domestic interest rates or a more depreciated domestic currency or both. The process of liberalization of capital movements should be pre-announced and implemented in steps. The regime of free convertibility is not a panacea but an important instrument in restoring credibility of the monetary standard.

O tema é ingrato, sujeita-se a mal-entendidos de toda natureza, carrega consigo uma visão liberal que hoje soa fora de moda e foi inteiramente ignorado nos debates sobre os rumos da política econômica travados ao longo da campanha eleitoral. Nada disto, no entanto, o faz menos importante. O Brasil tem convivido com taxas de juros muito altas por muito tempo. Meu argumento é que precisamos fazer do real uma moeda plenamente conversível para consolidar a estabilidade macroeconômica.

Afastemos antes de mais nada confusões desnecessárias. A palavra conversibilidade na vizinha Argentina, nos anos em que um peso valia exatamente um dólar, servia para nomear várias situações conceitualmente distintas. No plano da taxa de câmbio, designava a paridade fixada em lei; no plano da emissão monetária, o mecanismo pelo qual o Banco Central emitiria moeda doméstica se e somente se tivesse lastro correspondente em dólares; no plano das obrigações de pagamento, a possibilidade de quitar contratos e fazer pagamentos dentro do país em dólares; no plano do mecanismo de troca, a ausência de quaisquer entraves ou restrições à troca de dólares por pesos ou de pesos por dólares.

É somente este quarto e último sentido que a conversibilidade nos importa. Ainda que nossa trajetória tenha sido muito distante da ideal, logramos finalmente

* Publicado em *Valor*, 12 de novembro de 2002.

** Economista.

estabelecer o tripé saudável de políticas macroeconômicas: superávit fiscal primário expressivo, taxa básica de juros voltada para a obtenção da meta inflacionária e taxa de câmbio flutuante. Evidentemente o tripé em si mesmo não assegura a boa gestão de política econômica, que depende de inúmeros outros fatores, inclusive do talento, experiência e capacidade analítica de seus condutores, mas ao menos evita que se descaminhe para formas variadas de populismo fiscal, creditício ou cambial que tanto mal tem feito às economias latino-americanas.

A passagem do universo das taxas de câmbio administradas para o câmbio flutuante, no entanto, ainda não foi inteiramente completada. Nossa discussão tem se concentrado nas intervenções do Banco Central, se este deve ausentar-se do mercado de câmbio e deixar de ofertar títulos indexados à moeda estrangeira ou intervir sempre que a seu julgamento houver um exagero de mercado. Meu objetivo aqui, no entanto, é chamar atenção para o aspecto normativo da questão. É que 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). A taxa de câmbio é a mesma porque foram removidas as vedações à arbitragem entre os dois mercados mas não se suprimiu o sistema de classificação que permite ao Banco Central em uma penada (ou seja por via administrativa e não legal) reintroduzir controles. O câmbio flutua, mas a garantia de sua flutuação no futuro depende apenas da credibilidade da palavra do presidente do Banco Central. E como este não tem mandato fixo, podendo ser demitido por ato do presidente, ninguém pode afirmar nada a respeito da permanência do regime de flutuação cambial.

O exemplo de duas taxas é apenas ilustrativo de uma questão mais ampla. As leis que disciplinam o regime monetário foram marcadas pelo objetivo de brechar aquilo que, no jargão de antigamente, denominava-se como fuga de capitais. O argumento é que haveria uma grande demanda reprimida por dólares ou outras moedas fortes que deveria ser contida através da legislação. Ou seja, se pudéssemos trocar reais por dólares (e vice-versa) com a mesma facilidade com que se troca dólares por euros, por exemplo, boa parte da poupança nacional, hoje mantida no País em reais, fluiria para o exterior. Nossa história monetária é a história de uma moeda cuja conversibilidade sempre foi vista com temor e desconfiança. Em um país cronicamente inflacionário, buscou o legislador impedir que o dólar funcionasse como reserva efetiva de valor, introduzindo restrições de toda ordem à compra e entesouramento de moeda estrangeira.

Questões legais à parte, o argumento da fuga de capitais deve ser matizado. Se há uma demanda reprimida por moedas estrangeiras, por parte de pessoas físicas, companhias e fundos aqui residentes que, por motivos variados, recuam diante das complicações do mecanismo de transferência cambial, há em compensação uma oferta potencial por parte de estrangeiros que hoje não se materializa pelo risco de ter seus recursos aqui bloqueados ou sujeitos a regras estabelecidas após a internação dos recursos. Além disso, a demanda por moeda estrangeira tem dois limitadores naturais: o preço de mercado (a taxa de câmbio) e as suas formas permitidas de

utilização. É essencial que em nada se facilite o pagamento em moeda estrangeira obrigações contraídas no país, mantendo-se aqui os ganhos de senhoriagem.

Outro argumento que milita em favor da manutenção de mecanismos de controle é o maior leque de instrumentos de política econômica. Ao manter, no plano normativo, dois mercados de câmbio, por exemplo, o Banco Central se permite uma válvula de escape, uma maneira rápida e eficiente de impor o controle de capitais se a situação assim o exigir — basta trancar a arbitragem entre os dois mercados. Tem assim mais flexibilidade do que o teria se precisasse fazer aprovar em lei no Congresso qualquer forma de controle dos fluxos de capitais. Disto sabem os responsáveis pela política econômica — e os outros também.

Em outras 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 as taxas de juros em reais.

Para entender a questão vale a pena simplificar drasticamente a realidade e figurar-se uma situação na qual há somente duas taxas de juros em reais: a taxa de curto prazo, fixada pelo Banco Central como remuneração das reservas bancárias livres, e a taxa de longo prazo, determinada pelo mercado através do livre jogo da oferta e demanda no mercado de crédito. No mundo simplificado que aqui se descreve, há também uma taxa de juros de longo prazo em dólares, determinada pelo preço dos títulos de empréstimo de longo prazo emitidos por devedores residentes no país e quitáveis em dólares no exterior. (A diferença entre a taxa de juros de longo prazo dos títulos da dívida soberana e dos títulos do governo norte-americano de mesma duração é que se denomina, no horrendo jargão do mercado financeiro, como risco país ou risco fronteira).

O Banco Central fixa a taxa de curto prazo de acordo com a meta de inflação. As duas taxas de mercado respondem, evidentemente, às políticas do Banco Central mas também se condicionam mutuamente. Quando sobe a taxa de juros de longo prazo em dólares, a arbitragem entre oportunidades de investimento faz com que ou (i) aumente a taxa de juros de longo prazo em reais (para tornar as alternativas novamente equilibradas) ou (ii) se desvalorize nossa moeda na medida em que os possuidores de reais busquem a alternativa mais atrativa, a saber, a taxa de juros em dólares ou (iii) ambos efeitos ocorram. No primeiro caso, a taxa de juros de longo prazo em reais sobe por efeito direto da arbitragem financeira; no segundo caso, a desvalorização cambial faz com que o Banco Central tenda a aumentar a taxa de juros de curto prazo para manter a inflação sob controle.

O exemplo acima simplifica a realidade através de um vasto número de expedientes. O “longo prazo” no mercado interno de crédito não supera um ano; não há um mercado de títulos de crédito no Brasil em prazos similares aos existentes no exterior; a taxa de juros em dólares de longo prazo sofre efeitos de contágio inteiramente desvinculados da evolução da economia brasileira; os determinantes

da estrutura a termo aqui e no exterior são diferentes; etc. O ponto a reter, todavia, é que se tivéssemos plena conversibilidade, afastando o risco da reintrodução de controles cambiais por via administrativa, teríamos menores taxas de juros em dólares nos títulos de longo prazo no exterior e, por conseqüência, menores taxas de juros em reais. O custo de se manter o controle cambial no universo dos mundos possíveis é pago aqui e agora através de taxas de juros mais altas do que deveriam ser.

Há algumas outras vantagens da adoção de um regime de plena conversibilidade. Primeiro, o mecanismo convoluto de transferência internacional de reais hoje vigente, embora preferível à vedação que o antecedeu, cria todo tipo de mal-entendido, fazendo com que atos corriqueiros de investimento de recursos já devidamente tributados no Brasil sejam freqüentemente confundidos ou equiparados a procedimentos criminais. Em um regime de plena conversibilidade, a própria expressão “ilícito cambial” perde sentido. Segundo, a conversibilidade plena serviria para sepultar de vez o fantasma da moratória externa. Quem deve não é o Brasil mas sim pessoas físicas e jurídicas aqui residentes, do setor público e do setor privado. A moratória do país só ocorreria no remotíssimo caso em que, por coincidência, 100% dos devedores não conseguissem honrar seus compromissos externos. Terceiro, a adoção de um regime de plena conversibilidade teria a vantagem de cortar drasticamente os custos de transação com o mercado externo, gerando um ganho de eficiência para a sociedade como um todo. Em nada alteraria o fluxo de informações disponíveis ao Banco Central, bastando apenas exigir dos intermediários financeiros o informe automático de qualquer operação cambial.

A adoção do regime de conversibilidade plena não pode ser feita da noite para o dia. Representa um aprofundamento e não uma ruptura com a trajetória até aqui percorrida. O Banco Central avançou muito na direção correta ao longo dos anos, e não resta dúvida que existe hoje um razoável grau de conversibilidade; a prudência se justificou porque teria sido prematuro implementar uma conversibilidade irrestrita ainda no período de consolidação do câmbio flutuante. Aprofundar a conversibilidade a partir da situação atual requer alterações no ordenamento jurídico, em particular na Lei 4131. É um programa que exige uma série de iniciativas nos planos legal e normativo, não uma medida tópica de política, e como tal faz mais sentido no início de um governo do que ao final de outro governo. O atual momento seria bom para isso por causa da depreciação do real.

A conversibilidade plena não torna a independência do Banco Central ou as reformas estruturais menos fundamentais para o país. Tampouco isoladamente ajuda, e pode até atrapalhar, se nos embrenharmos em políticas populistas ou inconsistentes. Mas é o passo que nos falta para concluir a trajetória de estabilidade iniciada quando do Plano Real. Em tese, é sempre possível estabilizar os preços mantendo-se um único preço fixado em termos nominais por um período suficientemente longo de tempo. O primeiro teste da estabilidade monetária ocorre quando se permite que este preço-âncora, tipicamente a taxa de câmbio, flutue; o segundo e derradeiro, quando se permite que a moeda seja nele conversível sem qualquer forma de restrição. Passados já quatro anos, pode-se dizer que passamos muito bem pelo primeiro teste; falta-nos aprofundar o segundo para consolidar de vez os ganhos obtidos.