

Câmbio: os caminhos rumo à liberalização

Gustavo Loyola

No último dia 30, por proposta do Banco Central, o Conselho Monetário Nacional (CMN) aprovou a faculdade de liquidação antecipada de obrigações externas, como operações de crédito e financiamento de importações. Essa medida, segundo dirigentes do BC, seria o primeiro passo de um projeto amplo de revisão das normas cambiais brasileiras.

Essa medida, aparentemente simples, é um exemplo de como as normas e regulamentos influenciam os custos de transação nos mercados. Na prática a liquidação antecipada da dívida externa já ocorria, mas era realizada muitas vezes com a utilização de custosa engenharia financeira que implicava elevados riscos de contestação pelo BC e a eventual imposição de pesadas penalidades pecuniárias.

De fato, no contexto da utilização crescente de emissão de bônus, como veículo para o endividamento externo, a possibilidade de liquidação antecipada havia se tornado uma opção fundamental para o devedor, tendo em vista as oportunidades que as flutuações externas dos preços dos bônus eventualmente trazem para a redução do custo do endividamento.

Por outro lado, não faz mais sentido o BC querer controlar administrativamente o perfil do endividamento externo do setor privado, principalmente se considerarmos o atual regime cambial de flutuação. A taxa de câmbio tornou-se ela própria o instrumento de controle, já que uma maior pressão de saída de capitais implica depreciação cambial e redução da capacidade e da vontade de os devedores liquidarem antecipadamente seus débitos externos. Dessa forma, a "porta de saída" dos capitais fecha-se naturalmente quanto maior for a pressão para a retirada de recursos do país.

Pelas mesmas razões, aliás, deveria ser definitivamente abandonado o uso de incentivos fiscais para o alongamento do prazo da dívida externa privada. Na prática, esse artificialismo acaba não funcionando porque o prazo das operações externas depende muito mais da oferta do que da demanda. Assim, a isenção tributária nas operações longas torna-se redundante, quando há oferta nesses prazos, ou ineficaz, quando o mercado externo se retrai. Adicionalmente, as isenções dessa natureza levam a uma confusão entre as normas cambiais e as normas tributárias e entre os papéis de fiscalização do BC e da Receita Federal.

Não faz mais sentido o BC querer controlar administrativamente o perfil do endividamento externo do setor privado

A propósito, ainda há muito a fazer para que as normas cambiais brasileiras possam ser consideradas um sistema coerente e adequado à atual realidade das relações externas do país e da sofisticação dos mercados financeiros domésticos e internacionais. No início, como no caso da medida do CMN acima comentada, esse aperfeiçoamento normativo dar-se-á fundamentalmente pela eliminação da "gordura" regulatória e pela unificação das regras que ainda hoje refletem a existência regulamentar de um regime dual de câmbio. Assim, essa primeira etapa do trabalho de revisão das normas não envolverá a necessidade da tomada de posição explícita do governo com relação ao aumento do grau de abertura da conta de capitais.

Muito em breve, porém, as autoridades se defrontarão com decisões mais difíceis que esbarrarão nos dois esteios básicos da atual estrutura legal de restrições aplicáveis às transações cambiais: a exigência de cobertura cambial nas exportações e a proibição da compensação privada de câmbio. A revisão desses preceitos certamente estará no cerne de qualquer esforço mais profundo de liberalização dos fluxos de capitais.

O primeiro passo na direção da liberalização poderia ser o relaxamento parcial da exigência de cobertura cambial nas exportações, já que essa restrição aumenta desnecessariamente o custo para as empresas sediadas no Brasil que transacionam rotineiramente com o exterior nas pontas de exportação e importação e como tomadores de recursos no mercado externo. Nessa condição, tais empresas são obrigadas a fechar operações de câmbio com uma freqüência muito maior do que a desejável, o que implica maiores custos. Adicionalmente, as empresas cuja parte substantiva de suas receitas é gerada por meio de exportações não podem se aproveitar integralmente dessa condição para reduzirem os custos de endividamento no mercado internacional, já que continuam sujeitas ao risco de interrupção de seus pagamentos externos pelo poder do príncipe.

Operacionalmente, esse relaxamento seria possível sem que houvesse interrupção do fluxos de informações ao BC, como, aliás, ocorre com os bancos cujas posições de câmbio são de pleno conhecimento da autoridade. No entanto, sob o ponto de vista prudencial, não seria aconselhável que fossem autorizadas contas em moeda estrangeira de clientes nas instituições bancárias que operam

em território nacional. O melhor seria manter tais contas em outras jurisdições, tendo em vista a dificuldade de o BC brasileiro atuar como prestador de última instância em moeda estrangeira, no caso de crises agudas de liquidez que são características inerentes ao processo de globalização financeira na presença de um fluxo extremamente volátil de capitais internacionais.

Outro passo na fase inicial da liberalização da conta de capitais poderia estar na mudança do tratamento dos investimentos estrangeiros no Brasil. O regime ora vigente previsto na vetusta Lei 4.131/64 se baseia na filosofia de que somente pode sair livremente do País o capital que, na entrada, tiver sido devidamente registrado no BC. Desse regime resultou não apenas a embaraçosa realidade da existência de duas qualidades de capital estrangeiro no Brasil - o registrado e o não-registrado - mas também e principalmente a percepção entre os investidores externos da existência de risco de revogação ou limitação do direito de remessa pelo BC em circunstâncias ditadas por exigências da conjuntura econômica. Desse modo, seria melhor que os capitais estrangeiros se sujeitassem apenas a um regime declaratório, para fins meramente estatísticos.

Gustavo Loyola, doutor em economia pela EPGE/FGV, ex-presidente do Banco Central do Brasil, é sócio-diretor da Tendências Consultoria Integrada, e escreve regularmente neste espaço. E-mail: gloyola@tendencias.inf.br.