

Vasco Marta

Livre Circulação de Capitais em Cabo Verde - uma proposta

**Praia
2007**

Ficha Técnica

Título: **CADERNOS DO BANCO DE CABO VERDE**

Série: Working Papers, n.º 07/2007

Editor: Banco de Cabo Verde

Avenida Amílcar Cabral, n.º 27 • C.P. 101 • Praia • Cabo Verde

Tel.: + 238 260 7181/92 • Fax + 238 26144 47 • www.bcv.cv

Paginação: Departamento de Administração Geral - Banco de Cabo Verde

Impressão: Gráfica da Praia

Tiragem: 100 Exemplares

Os Working Papers são trabalhos em evolução, cuja publicação visa incentivar o debate e o aprofundamento dos temas tratados. Os pontos de vista expressos são os dos seus autores e não reflectem, necessariamente, os do Banco de Cabo Verde, nem vinculam de qualquer forma esta Instituição.

Apresentação

A globalização dos mercados, em particular dos mercados financeiros, facilitada pelas novas tecnologias de informação e comunicação, resultou na intensificação do intercâmbio financeiro. Qualquer país com veleidades de se integrar no sistema económico mundial não pode deixar de encarar a possibilidade de enveredar por um processo de liberalização financeira, de modo a tirar proveito das vantagens reconhecidas de acesso a maiores reservas de recursos financeiros e a aumentar a eficácia da intermediação financeira. Hoje, a discussão incide não tanto sobre o dilema liberalizar ou não liberalizar, mas sobre as formas de potenciar as vantagens económicas e sociais da integração financeira.

Desde inícios da década de 1990 que Cabo Verde iniciou a via de reformas económicas, discutindo-se, neste momento, a questão da sua melhor integração na economia internacional, como factor decisivo à aceleração do seu processo de desenvolvimento económico. Dada a importância de um correcto enquadramento macroeconómico, o quadro institucional e regulamentar tem sofrido alterações, com a tónica a recair na função de supervisão prudencial.

O presente estudo aborda, pois, a temática da liberalização dos movimentos de capital, no contexto de Cabo Verde, abrindo, assim, o debate em torno da oportunidade de adopção, pelas autoridades cabo-verdianas, de uma política de liberalização financeira que, propiciando uma alocação otimizada de capital, abra uma “janela de oportunidades” que sirva de alavanca a um mais rápido crescimento económico.

Capítulo I

1. Introdução

Uma das características mais marcantes da globalização é a integração acelerada dos mercados financeiros internacionais, a qual teve início nos finais dos anos oitenta e início dos anos noventa do século passado.

Vários factores explicam esta tendência crescente, designadamente:

1. Liberalização das operações de capitais num número crescente de países;
2. Desregulamentação dos mercados financeiros domésticos, privilegiando os princípios e instrumentos de mercado em detrimento de controlos administrativos e consequente redução da repressão financeira;
3. Melhoria da saúde económica e financeira de muitos países;
4. Investidores ávidos de diversificar as suas carteiras nos mercados internacionais e de aumentar a taxa de retorno dos seus investimentos;
5. Rápido desenvolvimento dos sistemas de informação e comunicação que permitiu um maior conhecimento e seguimento de outros mercados, além de reduzir custos de comunicação.

Todos estes factores resultam, em grande parte, da implementação de uma série de medidas de política económica, cujo objectivo é aumentar a abertura dos mercados financeiros domésticos

aos investidores estrangeiros, com destaque para o levantamento dos controles às saídas de capitais e para a liberalização do investimento directo estrangeiro. É de se referir que todas estas acções estão enquadradas no âmbito de políticas económicas de natureza cada vez mais liberal, que têm caracterizado o mundo nas últimas décadas.

Esta integração crescente do mercado internacional de capitais tem sido acompanhada por um significativo crescimento do fluxo de capitais para as economias em desenvolvimento.

A liberalização do movimento de capitais é normalmente apresentada como um factor que pode potenciar enormes benefícios aos países que a adoptam. O acesso ao mercado internacional de capitais aumenta as oportunidades dos investidores em diversificar as suas carteiras e amplia o potencial para aumentar a taxa de retorno dos capitais investidos em activos com o mesmo perfil de risco. Na perspectiva do país receptor, a liberalização permite-lhe o acesso ao mercado internacional de capitais, o que pode ser importante para alisar os choques de natureza económica e para acelerar os seus programas de investimento.

Por outro lado, também têm sido identificados alguns riscos associados à liberalização dos movimentos de capitais, designadamente a volatilidade destes movimentos, o que cria sérios problemas à gestão monetária. Também a retirada abrupta dos capitais investidos num determinado

país tem provocado crises sérias, como provam os casos da crise do peso Mexicano (1994), o colapso do *bath* Tailandês (1997) ou do real Brasileiro (1999), ou a crise da Rússia (1998).

Cabo Verde enveredou desde o início dos anos noventa num amplo programa de reforma da sua economia, com destaque para o sector financeiro, que evoluiu gradativamente de um sistema com acento tónico nos procedimentos administrativos, para um novo sistema em que se privilegia a utilização de instrumentos de mercado para regular a actividade do sector.

Paralelamente, foi tomado um conjunto de medidas, cujo objectivo é a liberalização da conta corrente do país, ou seja, foram levantadas quase todas as restrições de ordem cambial ao comércio externo e relaxados vários procedimentos sobre os serviços, com ganhos significativos para o país.

Neste momento, o grande desafio que o país enfrenta é o do aprofundamento da liberalização das suas relações económicas com o exterior, nomeadamente a liberalização do movimento de capitais.

O presente estudo tem por objectivo identificar as vantagens e inconvenientes da liberalização do mercado de capitais e discutir a oportunidade deste passo à luz da situação actual de Cabo Verde.

O documento divide-se em quatro capítulos, sendo que no primeiro procede-se à identificação das vantagens e inconvenientes da liberalização dos movimentos de capitais, com base na literatura e experiências recentes, no segundo discute-se os ganhos e perdas para o país, caso Cabo Verde resolva abraçar um projecto destes, no terceiro tenta-se identificar as medidas necessárias ao sucesso, em caso de liberalização, e no quarto apresentam-se as conclusões.

2 - Benefícios e Custos da Liberalização dos Movimentos de Capitais

A liberalização da conta de capitais significa libertar as operações de capital de todas as restrições à sua mobilidade, isto é, a possibilidade de entrada e saída de capitais sem controlos ou restrições.

Os benefícios e custos da liberalização de capitais ou, melhor, da integração no mercado internacional de capitais, podem ser segmentados em duas grandes categorias: os custos e benefícios dos investidores, quando tomados de forma isolada; os riscos e oportunidades para os países que enveredarem por esta via.

O presente documento irá debruçar-se essencialmente sobre a segunda categoria, ou seja, sobre as ameaças e oportunidades com que os que optarem pela integração no mercado financeiro internacional são confrontados.

2.1 - Benefícios Potenciais

A teoria económica justifica a abertura do mercado de capitais com os argumentos seguintes: a mobilidade de capitais permite aos países com baixos níveis de poupança interna atrair capitais externos para financiar projectos produtivos que, de outra forma, seriam muito difíceis de obter; permite a estabilização dos níveis de consumo/ absorção interna, através do mecanismo do comércio da intemporalidade – trocar consumos presentes por consumos futuros, ou seja, tomar emprestado em épocas de crise para pagar em períodos de bonança; exige o reforço da gestão e disciplina macroeconómica; conduz a um aumento

da eficiência e do rigor do sistema financeiro doméstico, devido a uma maior exposição à concorrência das instituições estrangeiras.

2.1.1 - Investimento e Crescimento Económico

A possibilidade de atrair poupanças ou capitais de não residentes, no âmbito de um programa de liberalização de movimentos de capitais, pode influenciar de forma decisiva o investimento e a taxa de crescimento económico de um país. Com efeito, num grande número de países em desenvolvimento a capacidade de realizar poupança interna é extremamente reduzida devido ao baixo nível de rendimentos.

O baixo nível de poupança interna que se regista nos países em desenvolvimento pode ser complementado, quase sempre, pelos capitais externos, desde que a taxa marginal de retorno dos capitais investidos seja superior ao custo dos capitais mobilizados. Esta entrada de capitais externos aumenta o nível de capital físico *per capita*, o que se traduz, normalmente, num aumento da taxa de crescimento económico e na melhoria do nível de vida dos cidadãos.

Os efeitos do capital externo são sentidos de uma forma particular no caso do Investimento Directo Estrangeiro, uma vez que este tipo de investimento, para além do aumento da base física do capital do país, é muitas vezes acompanhado de transferência de tecnologia, de novas culturas

e métodos de gestão, de organização do trabalho e de novos mercados. Mas mesmo os investimentos de carteira podem ter implicações substanciais no país, tanto quantitativas com qualitativas, pelos efeitos e conhecimentos que podem trazer à indústria financeira.

2.1.2 - Estabilização do Consumo / Absorção dos Países

A estabilização do nível do consumo das famílias, do investimento das empresas e da absorção dos países é outra das grandes vantagens da mobilidade internacional de capitais. Com efeito, a possibilidade de recorrer a empréstimos internacionais permite aos agentes económicos residentes contrabalançar os ciclos económicos, isto é, permite às famílias, às empresas e aos governos manterem o seu nível de consumo, investimentos ou gastos, em situação de declínio do rendimento nacional, ou seja, permite aos agentes económicos alguma imunidade às flutuações económicas, tomando emprestado em situação de dificuldades e procedendo a pagamentos logo que a situação melhore.

2.1.3 - Maior Eficiência no Mercado Financeiro

A melhoria da eficiência do sector financeiro é apresentada como um dos fortes argumentos de suporte à liberalização dos movimentos de capitais. A redução dos custos de intermediação financeira, associada à entrada de capitais externos, está ligada à entrada de instituições financeiras estrangeiras

no mercado doméstico, o que se traduz quase sempre na eliminação de situações de monopólio ou *cartelizadas* que normalmente existem.

De acordo com Levine (1996) e Caprio e Honohan (1999), a entrada de bancos estrangeiros no mercado financeiro doméstico proporciona alguns benefícios, designadamente:

- Melhora a qualidade e a disponibilidade dos serviços financeiros no mercado doméstico, através do aumento da concorrência no sector. Pois, a entrada dos bancos estrangeiros é, normalmente, acompanhada pela introdução de técnicas e tecnologias mais sofisticadas, tais como, sistemas mais avançados de gestão do risco, que permite uma melhoria da eficiência através da redução dos custos de recolha e tratamento de informações sobre clientes;
- Estimula o desenvolvimento do quadro doméstico regulamentar e da supervisão, nos casos em que os bancos estrangeiros estão sujeitos a ter informações consolidadas com a casa mãe;
- Aumenta a acessibilidade ao mercado de capitais internacionais, seja directamente, seja através da casa mãe;
- Contribui para a estabilidade do sistema financeiro doméstico se, em períodos de instabilidade financeira, os depositantes transferirem os seus depósitos para os bancos detidos pelos estrangeiros, no pressuposto de que são melhor geridos que os nacionais, em vez de os transferir para fora do país.

Acrescente-se, ainda, que os bancos estrangeiros podem contribuir para a melhoria da qualidade da carteira de créditos, uma vez que são menos vulneráveis à concessão de créditos de favor, particularmente os de natureza política.

2.1.4 - Maior Disciplina na Gestão Macroeconómica

Um maior rigor na gestão macroeconómica é apontado como outra das vantagens da liberalização do mercado de capitais. Obstfeld (1998) argumenta que, ao premiar as boas práticas económicas e penalizar as más políticas, os movimentos de capitais induzem a uma maior disciplina macroeconómica, reduzindo, por esta via, a frequência dos erros de política económica.

Por outro lado, a liberalização dos capitais é muitas vezes assumida como um compromisso firme do país em seguir uma política económica consistente, designadamente no respeitante ao controlo da inflação e do orçamento, que são dois pilares fundamentais de uma gestão macroeconómica saudável.

2.2 - Custos Potenciais

A liberalização dos movimentos de capitais também apresenta alguns inconvenientes. Com efeito, ao abrir o mercado interno às influências e caprichos do mercado internacional de capitais, o país perde muito do controlo que tinha sobre alguns dos instrumentos de gestão económica e seus objectivos e opções de política económica passam a ser condicionados pelo comportamento

do mercado de capitais. Por outro lado, o país passa a ser mais vulnerável à percepção que o mercado tem do estado da sua economia e ao contágio de situações externas adversas.

2.2.1 - Alienação da Política Monetária

Com a livre entrada e saída de capitais, o nível de taxas de juro interno, particularmente nas pequenas economias e nas com regime de câmbios fixos, passa a ser influenciado de forma determinante pelo exterior, ou seja, pelo mercado internacional de capitais. Fixada a taxa de juro de forma exógena, fica seriamente limitada a capacidade das autoridades em fazer uma gestão monetária independente, uma vez que o mercado reage automaticamente às alterações na situação monetária interna com entrada ou saída de capitais, repondo as condições de equilíbrio induzidas pelos *fundamentals*.

2.2.2 - Ameaça à Estabilidade Macroeconómica

A liberalização dos movimentos de capitais é normalmente acompanhada por um grande afluxo de capitais externos. A entrada maciça desses capitais pode constituir uma séria ameaça à estabilidade macroeconómica, uma vez que induz um rápido crescimento da massa monetária que, na maioria dos casos, é muito difícil e custoso esterilizar. O aumento da taxa de inflação induzido pela entrada maciça de capitais externos, e conseqüente pressão sobre a despesa agregada, leva à apreciação da taxa de câmbio real com o conseqüente aumento do défice da balança de transacções correntes.

Num regime de câmbios flexíveis, o agravamento do défice da balança de transacção corrente leva normalmente a uma depreciação da moeda nacional que, eventualmente, levará a um realinhamento dos preços relativos e à correcção automática do défice corrente.

Quando em presença de um regime de câmbios fixos, a perda de competitividade, devido à apreciação da taxa de câmbio real, não pode ser compensada pela depreciação automática da moeda nacional, o que leva a défices crescentes da balança de transacção corrente. Este facto pode levar a uma perda de confiança na viabilidade da sustentabilidade do *peg*, precipitando, assim, a depreciação da moeda nacional, o que provoca normalmente crises monetárias e instabilidade no sistema financeiro.

2.2.3 - Natureza Pró Cíclica dos Capitais de Curto Prazo

Estudos efectuados pelo Banco Mundial (Dadush, Dasgupta e Ratha, (2002)) indicam que os capitais de curto prazo têm um comportamento pró cíclico, isto é, o seu fluxo aumenta nos períodos de rápido crescimento económico e diminui em períodos de recessão. Este facto, que é particularmente acentuado nos países em desenvolvimento e normalmente tem origem externa, ou seja, provém do lado da oferta, está ligado à percepção do risco-país por parte dos investidores externos, dificultando a gestão monetária em períodos de rápido crescimento económico e amplificando a dimensão das crises nos períodos de recessão.

O comportamento pró cíclico dos capitais de curto prazo nos países em desenvolvimento é explicado no essencial por dois motivos:

- a) Os choques económicos tendem a ser de maior dimensão e mais frequentes nos países em desenvolvimento, devido à sua reduzida base produtiva e à dependência quase exclusiva da exportação de produtos primários.
- b) Os choques são muitas vezes percebidos como sendo comuns a grupos de países. Esta percepção leva a uma deterioração da credibilidade do país, com conseqüente alteração do seu perfil de risco, mesmo que não seja directamente afectado pelo choque adverso. Nesta situação, mesmo agentes com grande qualidade em termos de riscos de crédito ficam afectados.

2.2.4 - Uso Incorrecto dos Capitais

Uma das grandes vantagens associadas à liberalização dos movimentos de capitais é o impacto que esta pode ter no incremento da taxa de investimento. No entanto, esta valia pode não se realizar em toda a sua amplitude, ou mesmo ficar completamente comprometida, se os investimentos não forem correctamente direccionados. Investimentos de natureza especulativa ou de baixa qualidade podem comprometer seriamente, no longo prazo, a balança de pagamentos do país, particularmente quando são realizados em projectos pouco produtivos e no sector dos bens e serviços não transaccionáveis.

Por outro lado, a entrada de investidores estrangeiros no mercado doméstico permite-lhes ter um maior conhecimento do mesmo, além de ficarem com o controlo de gestão das empresas onde estão presentes. Este conhecimento permite-lhes seleccionar as melhores empresas e projectos, deixando os investidores domésticos menos informados, com as empresas e projectos de pior qualidade.

2.2.5 - Herding, Contágio e Volatilidade dos Fluxos de Capitais

O grau de volatilidade dos fluxos de capitais, ou seja, grandes repatriamentos de capitais de curto prazo associados a investimentos especulativos, está intimamente associado ao grau de abertura do sector financeiro de uma economia. Países com um elevado nível de liberalização do sector estão mais expostos à volatilidade do que os em que o sector financeiro é muito regulado.

Há vários riscos associados à volatilidade do mercado de capitais. Como anteriormente referido, grandes repatriamentos de capitais especulativos podem provocar pressões insustentáveis sobre a moeda doméstica, originando graves crises monetárias. Este tipo de movimentos também pode provocar aos mutuários sérias crises de liquidez, uma vez que os prestamistas procuram a todo o custo sair destes mercados, o que provoca falta de liquidez. Quanto maior for o peso relativo das dívidas de curto prazo nas reservas internacionais do país, maior é o risco deste tipo de crises. Por outro lado, quando há um elevado nível de capitais externos de curto prazo intermediado pelo sistema

financeiro, a saída maciça desses capitais potencia crises sistémicas (Chang and Velasco - 2000).

O sentido e a intensidade dos fluxos de capitais estão relacionados com factores de vária ordem, tanto de natureza interna, como alterações *de facto* ou supostas nos *fundamentais* da economia, como de natureza externa, como alterações nas taxas de juro internacionais. Para além de factores de ordem económica, há razões de natureza comportamental que podem não determinar o momento e o sentido do fluxo dos capitais, mas que o amplificam.

O *herding*, ou seja, o imitar ou o acompanhar sem questionamentos o comportamento dos outros agentes económicos, é um destes factores. As razões que são normalmente apontadas como explicativas deste comportamento são: uma relação positiva entre a compensação de um agente (gestor) com um determinado comportamento e o número de agentes com este mesmo comportamento; muitos agentes, para se defenderem de críticas e da má avaliação quando há informação imperfeita sobre o mercado, tendem a seguir a maioria, ou, no extremo oposto, para ganharem reputação, tentam influenciar o comportamento dos restantes investidores; os pequenos agentes e os menos informados tendem a ignorar as suas próprias informações, para seguirem o comportamento de investidores maiores e com mais experiência do país.

O efeito de contágio também influencia a volatilidade dos movimentos de capitais. O contágio ocorre normalmente no mercado financeiro quando um país sofre uma saída maciça de capitais, não porque as condições (políticas,

económicas ou sociais) internas deterioraram, mas em consequência da percepção, por parte dos investidores internacionais, de que as perspectivas económicas do país vão-se deteriorar em consequência de acontecimentos em outros países. A crise asiática é apontada como exemplo perfeito do contágio nos mercados financeiros.

2.2.6 - Domínio do Sistema Financeiro pelos Bancos Estrangeiros

Apesar dos benefícios potenciais, anteriormente apontados, a entrada de bancos estrangeiros no sistema financeiro doméstico pode trazer alguns problemas. Primeiro, os bancos estrangeiros têm tendência em concentrar os seus negócios nas grandes empresas que operam, normalmente, no sector exportador, em detrimento das pequenas empresas que trabalham essencialmente para o mercado doméstico. Esta preferência por grandes empresas pode ter efeitos perversos sobre a produção, o emprego e a distribuição de rendimentos, dadas as potencialidades das pequenas empresas na densificação da malha produtiva.

Os bancos estrangeiros tendem a ser mais eficientes (baixos custos operacionais), o que pressiona os bancos para funções que lhes permitam ter dimensão para se manterem competitivos. Este

processo de concentração, que passa muitas vezes pela compra por parte dos bancos estrangeiros dos bancos domésticos, pode criar bancos com peso excessivo no sistema financeiro. O peso excessivo de um banco tem como consequência o aparecimento de situações do tipo “grande demais para ir à falência”, com todos os problemas de “Moral Hazard” associados. Os bancos tornam-se mais predispostos a aumentar o seu perfil de risco, porque sabem que as autoridades não permitem a sua falência.

A concentração do sistema financeiro propicia o aparecimento de situações de monopólio, o que pode levar a uma redução da eficiência e da disponibilidade do crédito. Com efeito, um elevado nível de concentração do sistema bancário pode afectar o nível de produção interna, quer através de *spreads* excessivos (elevadas taxas para as operações activas e taxas relativamente baixas para as operações passivas), quer pela redução do volume de crédito.

Também a entrada de bancos estrangeiros no mercado doméstico pode não contribuir para a melhoria da estabilidade do sistema financeiro, uma vez que muitos autores argumentam que normalmente os bancos estrangeiros abandonam os mercados onde não conseguem obter rapidamente bons retornos e são os primeiros a reduzir o nível de actividade durante os períodos de crise.

Capítulo III

3. Cabo Verde e a Livre Circulação de Capitais

3.1 - Vantagens para Cabo Verde da Livre Circulação de Capitais

3.1.1 - Investimento e Crescimento Económico

A grande vantagem de Cabo Verde em liberalizar os movimentos de capitais é a possibilidade de poder “alavancar” de forma decisiva todo o seu processo de crescimento e desenvolvimento económico. Com efeito, Cabo Verde, devido à escassez de recursos naturais e à dimensão da sua economia, para além de atingida por secas periódicas, tem uma reduzida capacidade de gerar poupança endógena. Durante a história recente do país, todo o processo de crescimento e desenvolvimento económico e mesmo demográfico foi apoiado por recursos provenientes do exterior, ou seja, por poupança externa. As remessas de emigrantes, os donativos e os empréstimos em condições de favor têm sido as grandes fontes de financiamento do país.

Tal como no passado, ainda por muitos anos Cabo Verde continuará a necessitar de recursos externos para garantir o seu desenvolvimento. O actual nível de desenvolvimento económico, aliado à sua graduação a país de rendimento médio, leva a que o país deixe de ter acesso ao mesmo nível de donativos e empréstimos externos em condições de favor com que tem sido agraciado até ao momento. A promoção do Investimento Directo Estrangeiro (IDE) e o recurso ao mercado internacional de capitais é a única via para colmatar a eventual queda dos donativos e empréstimos concessionais

e garantir por esta via a continuidade do processo de desenvolvimento económico.

Tanto a promoção do IDE como o acesso ao mercado internacional de capitais são fortemente condicionados pelas restrições que possam existir a nível das operações de capitais. Os países com maior liberdade a nível de entrada e saída de capitais têm mais capacidade de mobilização dos capitais externos do que os países onde existem grandes restrições à normal fluidez dos capitais.

É consensual entre os estudiosos e os diversos actores políticos que o processo de desenvolvimento económico de Cabo Verde deverá ancorar-se numa forte indústria de serviços. Para além do turismo e actividades conexas, foram também identificados a indústria financeira e os transportes internacionais (*transshipping*, *hub* de passageiros e serviços conexas), como sub-setores com potencial de crescimento em Cabo Verde.

Tanto a indústria financeira como os serviços de transporte internacionais têm como base principal da sua clientela os não residentes. Para que estes tenham a possibilidade de realizar os seus negócios de forma fluída e potenciar o crescimento dos sectores atrás mencionados é necessário que a contratação, liquidação e pagamento de operações se façam de forma célere. A liberdade de escolher a moeda de contrato, de contrair e conceder empréstimos e de movimentar fundos constitui elemento essencial deste processo. Portanto, para que os serviços acima mencionados cresçam e frutifiquem há necessidade de liberalização dos fluxos de capital.

Também, Cabo Verde encontra-se num processo de adesão à OMC (Organização Mundial do Comércio), facto no qual se deposita grandes esperanças quanto ao impacto positivo que poderá ter no crescimento da economia nacional. Para efeitos desta adesão, um dos condicionalismos que certos países membros coloca a Cabo Verde, é a necessidade do país liberalizar a sua balança de capitais.

Pelas razões apontadas é de se esperar que a liberalização dos fluxos de capital venha a ter efeito positivo sobre o crescimento da economia cabo-verdiana.

3.1.2 - Melhoria da Qualidade da Gestão Macroeconómica

A liberalização dos movimentos de capitais induz normalmente uma maior disciplina e qualidade na gestão macroeconómica, designadamente no domínio das finanças públicas. Os investidores fazem uma monitorização permanente do estado da economia e avaliam a qualidade de todas as medidas de política económica implementadas. As economias consideradas estáveis, de boa saúde e com uma gestão económica adequada são premiadas com elevadas taxas de investimentos externos. Os países com problemas económicos graves ou com uma gestão económica considerada de baixa qualidade são penalizados através do retraimento dos investimentos.

Neste momento, a política económica de Cabo Verde, designadamente a sua política orçamental e monetária, encontra-se condicionada por três factores: taxa de câmbio fixa através do *peg* ECV/EURO; o acordo de cooperação cambial com

Portugal; o *Policy Support Instrument* firmado com o Fundo Monetário Internacional. Estes três elementos têm obrigado a que o país tenha uma política macroeconómica minimamente saudável.

A liberalização dos movimentos de capitais será mais um elemento a acrescentar aos três factores já apontados, ou seja, o comportamento do mercado de capitais será mais um indicador da medida da qualidade da gestão económica.

3.1.3 - Efeitos sobre o Equilíbrio Macroeconómico

O processo de liberalização dos fluxos de capitais tem sido muitas vezes acompanhado de entradas maciças de capital, como provam os casos dos países asiáticos e latino-americanos. Este aumento do influxo de capitais tem provocado, com maior ou menor intensidade e de forma isolada ou combinada, um rápido crescimento da liquidez bancária, pressões inflacionistas, apreciação da taxa de câmbio e défices na balança de transacções correntes. A perda de competitividade resultante dos efeitos do aumento da taxa de inflação e consequente apreciação da moeda é particularmente sensível em países com regime de câmbios fixos. Com efeito, a degradação da competitividade desses países pode levar a questionamentos sobre a sustentabilidade do regime de câmbios e minar a sua credibilidade.

Os países confrontados com este tipo de problemas têm respondido com intervenções de esterilização da liquidez excedentária e políticas orçamentais restritivas. Estas medidas têm permitido as autoridades minorar no curto prazo

os efeitos do grande afluxo de capitais, mas, a longo prazo, o fluxo contínuo de capitais pode exacerbar os problemas atrás identificados.

Cabo Verde tem vindo a ser confrontado com problemas de excesso de liquidez. O aumento do investimento directo estrangeiro, as remessas de emigrantes e a contenção ao crescimento do défice público têm sido apontados como factores explicativos deste fenómeno. As autoridades têm respondido a esta situação com os instrumentos clássicos de gestão de liquidez.

Questiona-se quais poderão ser os efeitos de uma eventual liberalização de movimentos de capitais sobre a economia de Cabo Verde. Estudos têm demonstrado que há alguma relação, particularmente no longo prazo, entre o excesso de liquidez e a inflação. No entanto, também se constata que o nível da inflação em Cabo Verde é fortemente dependente da inflação importada e do regime das chuvas. Por outro lado, constata-se que o crescimento exagerado da massa monetária tem exercido mais pressão sobre a balança de transacções correntes do que sobre os preços.

É de se ter presente que Cabo Verde vive neste momento uma situação *de facto* de livre entrada de capitais externos. As operações de capital realizadas através da Bolsa de Valores estão liberalizadas, as operações de invisíveis correntes e as transferências unilaterais são livres. O Investimento Directo Estrangeiro não se encontra liberalizado, mas na prática as autoridades não o tem condicionado; pelo contrário, tem havido campanhas agressivas no sentido da sua atracção.

Na prática, somente as operações de saída de capitais é que estão, neste momento, condicionadas, apesar da grande dificuldade que as autoridades têm enfrentado no seu controlo efectivo. Portanto, uma eventual liberalização formal dos fluxos de capital terá um impacto relativamente reduzido no comportamento da liquidez da economia e, conseqüentemente, nos seus efeitos.

Pode-se concluir, embora com alguma margem de erro, que a liberalização dos movimentos de capital não terá, por si só, impactos significativos sobre o equilíbrio macroeconómico, uma vez que ela é já uma realidade.

3.1.4 - Volatilidade dos Fluxos de Capital

Como se referiu anteriormente, os capitais de curto prazo são muito mais voláteis do que os capitais associados ao Investimento Directo Estrangeiro. Estando já liberalizados os investimentos realizados através da Bolsa de Valores, podendo os bancos nacionais contrair linhas de crédito no estrangeiro, sem restrições, pode-se assumir que os capitais de curto prazo, que são os mais voláteis, já se encontram também liberalizados. Portanto, a liberalização do IDE não irá trazer instabilidade adicional ao mercado de capitais.

3.1.5 - Entrada de Bancos Estrangeiros

Presentemente, todos os bancos cabo-verdianos são controlados por instituições estrangeiras, pelo que é um problema que não se coloca.

4. Medidas Necessárias ao Sucesso da Liberalização

Apesar das várias experiências existentes, com mais ou menos sucesso, não se conseguiu até ao momento estabelecer uma prescrição, um *road map*, para uma liberalização bem sucedida do mercado de capitais. No entanto, há um conjunto de pré requisitos e de condições que os países devem satisfazer, antes de iniciarem um processo de flexibilização dos fluxos de capital, com destaque para os seguintes:

4.1 - Estabilidade Macroeconómica

A condição básica para que um país tenha sucesso num processo de liberalização do seu mercado de capitais é ter garantia de que os equilíbrios macroeconómicos (balança de pagamentos, preços, finanças públicas) estão assegurados. O estabelecimento e a manutenção dos equilíbrios macroeconómicos é uma garantia dada aos agentes económicos de que o país tem condições de honrar os seus compromissos, ou seja, que o investidor pode, a todo o momento, repatriar o capital investido e os rendimentos gerados, sem restrições ou perdas resultantes da degradação das condições económicas.

Um país que não tenha assegurado os equilíbrios macroeconómicos e que proceda ao levantamento das restrições relativas aos movimentos de capitais corre sérios riscos de agravar os seus desequilíbrios, com incidência particular na balança de pagamentos. Os não residentes serão muito reticentes em correr riscos de investir num país nessas condições e os agentes económicos

residentes irão procurar colocar os seus capitais em lugares com menor nível de risco.

Cabo Verde tem feito progressos no domínio da estabilização da sua economia, apesar das fragilidades estruturais que enfrenta. A inflação está dentro de níveis aceitáveis, embora com tendência para acelerar, a balança de pagamentos encontra-se equilibrada e o défice público tende a estabilizar.

Uma eventual liberalização dos capitais, neste momento, requer das autoridades um reforço das medidas de controlo das variáveis atrás apontadas, com a tomada de medidas adequadas sempre que se constatem sinais que indiciem desequilíbrios potenciais.

4.2 - Supervisão do Sistema Financeiro

A abertura do mercado de capitais potencia e aumenta o nível de risco no mercado financeiro. O aumento da concorrência no sector, o deficiente domínio dos diversos instrumentos da dívida internacional, o maior acesso ao mercado de capital, etc., são factores que contribuem para este risco acrescido.

Para fazer face a esta nova situação, o país deverá estar dotado de um conjunto de normas prudenciais e de um corpo de profissionais que lhe permita reconhecer e controlar os riscos assumidos pelo sistema financeiro. A regulamentação prudencial obriga o sistema a reconhecer os riscos assumidos e a proceder a coberturas necessárias. Permite às autoridades o controlo dos potenciais riscos para

o sistema e a tomada de medidas necessárias à sua correcção. Portanto, uma supervisão do sistema financeiro de qualidade é condição necessária e prévia para a liberalização do mercado.

Já há algum tempo que Cabo Verde vem desenvolvendo a função Supervisão de Instituições e do Mercado Financeiro, tanto a nível da dotação de um conjunto de normas prudenciais, como a nível da formação de competências nesta área.

4.3 - Saneamento do Sistema Bancário

Um sistema financeiro saudável é uma das exigências a uma liberalização do mercado de capitais com sucesso. É através do sistema financeiro que se processa grande parte dos fluxos de capital. O sistema financeiro é parte activa na intermediação desses fluxos e é sector de actividade onde a exposição à concorrência externa é maior, num cenário de liberalização dos capitais.

A existência de bancos domésticos robustos e eficientes garante alguma imunidade à volatilidade do mercado de capitais internacionais. Sistemas eficientes de contabilização das operações, de reporte e de auditoria e conhecimento do negócio são valências que os bancos domésticos devem adquirir, antes da liberalização plena dos fluxos de capital.

Cabo Verde iniciou há já alguns anos um processo de reforma e consolidação do sistema financeiro, com resultados bastante prometedores. Os bancos nacionais estão, de uma forma geral, de boa saúde, embora a reduzida dimensão dos mesmos seja uma restrição a ter em conta.

4.4 - Infra-estruturas de Apoio

A existência de infra-estruturas de apoio ao investimento no mercado mobiliário condiciona o sucesso da liberalização de capitais. A existência de uma bolsa de valores com liquidez, intermediários financeiros competentes, sistemas de pagamentos e de custódia eficientes permitem uma maior participação dos investidores neste mercado e ajudam a maximizar os benefícios esperados da livre circulação de capitais.

A Bolsa de Valores de Cabo Verde está a dar os seus primeiros passos e as outras infra-estruturas de apoio estão em processo de implantação ou de consolidação.

4.5 - Prestamista de Último Recurso

Uma das funções dos Bancos Centrais é de ser prestamista de última instância, ou seja, de conceder créditos ao sistema bancário doméstico sempre que este apresente problemas de liquidez. Numa situação de livre circulação de capitais, a política de acesso a financiamentos do banco central através desta janela tem de ser clara e consistente.

Políticas de prestamista pouco consistentes podem favorecer o aparecimento de situações de abuso e/ou de *moral hazard*.

A presente política do Banco de Cabo Verde relativa a esta matéria não cria constrangimentos à liberalização dos movimentos de capital, uma vez que têm sido aceites como colateral destas operações somente títulos da dívida pública cabo-verdiana.

5. Conclusão

Identificados os benefícios e os custos potenciais da liberalização dos fluxos de capitais e os passos necessários à sua concretização, avaliados os mesmos à luz da actual situação da economia cabo-verdiana, conclui-se que existem condições mínimas necessárias para liberalizar, com sucesso, o fluxo de capitais em Cabo Verde, tanto mais que o país já suporta grande parte dos custos associados à liberalização.

A opção pela liberalização dos fluxos de capital fundamenta-se nos seguintes elementos e factores:

1. Cabo Verde tem uma situação macroeconómica minimamente controlada. Tem mantido a inflação a níveis aceitáveis, está assegurado o equilíbrio externo, tem um regime de *peg* que é credível e o défice orçamental está controlado, apesar de enfrentar vários riscos de derrapagem. Por outro lado, no quadro do acordo com o FMI, do Acordo de Cooperação Cambial com Portugal e da opção por um regime de câmbios fixos, o país está comprometido em preservar os equilíbrios macroeconómicos.
2. As operações de capitais estão de facto liberalizadas. Com efeito, todas as operações de capital realizadas através da Bolsa de Valores de Cabo Verde estão liberalizadas; o Investimento Directo Estrangeiro está liberalizado em termos de controlo de cambiais; os residentes têm tido acesso ao mercado internacional de capitais; tem-se

registado grande volume de investimentos de não residentes no mercado imobiliário.

3. Um dos vectores do processo de desenvolvimento de Cabo Verde é a criação de uma economia de circulação, nas suas várias valências: comércio, transbordo, *hub* de passageiros, etc., facto que não é compatível com o controlo de câmbios. Uma economia de circulação pressupõe formas de financiamento, liquidação e pagamento ágeis e eficientes, que só são possíveis com liberdade de movimentos de capital.
4. A criação e desenvolvimento da Praça Financeira de Cabo Verde, ou seja, a oferta de serviços financeiros a não residentes.
5. Existe já uma estrutura de supervisão das instituições financeiras que responde minimamente às demandas do mercado. Também é preciso ter presente que o desenvolvimento e a complexificação das estruturas de supervisão têm a ver com o estado de desenvolvimento do mercado financeiro. Espera-se que com supervisão adequada se venha a responder com eficácia aos desafios que a liberalização do mercado de capitais venha a colocar.
6. Todos os bancos residentes são controlados, neste momento, por entidades estrangeiras, pelo que não se coloca o problema de domínio do sector financeiro por estrangeiros.
7. A reduzida dimensão, o grau de abertura

de economia cabo-verdiana e a dimensão da população imigrada, dificultam o desenvolvimento de um sistema que permite um controlo efectivo e por via administrativa dos movimentos de capitais.

Em conclusão, pelas características da economia de Cabo Verde e pelas propostas de estratégia para o seu desenvolvimento, a manutenção de controlo aos movimentos de capitais comporta mais custos que benefícios.

Referências Bibliográficas

- Benefits and Cost of International Financial Integration – Pierre - Richard Agénor (2001).
- Controlled Capital Account Liberalization: A Proposal - Eswar S. Prasad and Raghuram G. Rajan (2005).
- Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization - Akira Ariyoshi, Karl Habermeir, Bernard Laurens, Inci Otker, Jorge Iván Canales-Krijenko, and Andrei Kirilenko (IMF-Occasional Paper 190).
- Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues – Barry Eichengreen, Michel Mussa, Giovanni Dell’Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milese - Ferretti, Andrew Tweedie (1999).

Índice

Apresentação	5
1. Introdução	9
2. Benefícios e Custos da Liberalização dos Movimentos de Capitais	13
2.1 - Benefícios Potenciais.....	13
2.1.1 - Investimento e Crescimento Económico	13
2.1.2 - Estabilização do Consumo/Absorção dos Países	14
2.1.3 - Maior Eficiência no Mercado Financeiro.....	14
2.1.4 - Maior Disciplina na Gestão Macroeconómica	15
2.2 - Custos Potenciais	15
2.2.1 - Alienação da Política Monetária	15
2.2.2 - Ameaça à Estabilidade Macroeconómica.....	15
2.2.3 - Natureza Pró Cíclica dos Capitais de Curto Prazo	16
2.2.4 - Uso Incorrecto dos Capitais.....	16
2.2.5 - <i>Herding</i> , Contágio e Volatilidade dos Fluxos de Capitais	17
2.2.6 - Domínio do Sistema Financeiro pelos Bancos Estrangeiros.....	18
3. Cabo Verde e a Livre Circulação de Capitais	21
3.1 - Vantagens da Livre Circulação de Capitais para Cabo Verde.....	21
3.1.1 - Investimento e Crescimento Económico	21
3.1.2 - Melhoria da Qualidade da Gestão Macroeconómica	22
3.1.3 - Efeitos sobre o Equilíbrio Macroeconómico.....	22
3.1.4 - Volatilidade dos Fluxos de Capital.....	23
3.1.5 - Entrada de Bancos Estrangeiros	23
4. Medidas Necessárias ao Sucesso da Liberalização	27
4.1 - Estabilidade Macroeconómica	27
4.2 - Supervisão do Sistema Financeiro	27
4.3 - Saneamento do Sistema Bancário	28
4.4 - Infraestruturas de Apoio.....	28
4.5 - Prestamista de Último Recurso	28
5. Conclusão	31
Referências Bibliográficas	33

