

Sobre Câmbio, Dogmatismo e Mestiçagem

Gustavo H. B. Franco

A discussão sobre o regime de câmbio ideal, se flutuante, limpo, sujo, fixo, conversível, rastejante, indexado, duplo, múltiplo, com bandas, opções, controles e o que mais se imagine, é antiga, técnica e apaixonante. A experiência brasileira sempre esteve um tanto distante dos grandes debates sobre o tema no mundo acadêmico anglo-saxão. O motivo é o de sempre: éramos, e em boa medida ainda somos, um caso meio especial. Aqui se inventou nos anos 1960, por exemplo, um regime que os economistas estrangeiros apelidaram de “*crawling peg*”; traduzido ao pé da letra seria algo como uma “ligação rastejante” (com o dólar). Aqui no Brasil a nomenclatura era “regime de minidesvalorizações”.

Na verdade, era uma jabuticaba: não era fixo nem flutuante, mas “fixo-móvel”, ou “indexado”, ou seja, um regime *mestiço* nascido numa região de clima meio diferente, filho de teorias do hemisfério norte e circunstâncias do hemisfério sul. A mestiçagem era o retrato do pragmatismo brasileiro, do nosso jeitinho, muito bem-sucedido neste caso.

As “minidesvalorizações”, sem bandas, existiram até julho de 1994, quando a URV se transformou em Real, e adotou-se o regime cambial que temos hoje, o de flutuação cambial. Os vínculos financeiros do Brasil com o exterior haviam se enriquecido, a globalização tinha avançado, de tal sorte que era preciso adaptar nosso regime cambial a uma nova realidade. Assim foi feito, e o curioso a observar é que a adoção da flutuação, naquela ocasião, esteve muito longe de ser um sucesso de público. Quem observa o consenso hoje existente em torno das virtudes da flutuação – consenso um tanto mais magrinho, digamos assim, mercê dos eventos recentes – não pode deixar de enxergar um paradoxo no fato deste regime ter tido quase que apenas detratores quando foi adotado em 1994.

O fato é que a experiência de flutuação em 1994, ainda que fundamental para o sucesso do Plano Real, gerou tensões que levaram as autoridades a evoluir da flutuação para o “regime de bandas” na medida que foi preciso intervir para evitar “excessos”, uma, duas, várias vezes. E a intervenção requer lógica, sob pena de enlouquecer o mercado e os participantes da economia real cujo sustento depende da taxa de câmbio. Do método criou-se um sistema, e naturalmente, em resposta a condições específicas, nasceu um segundo mestiço, filho do outro, já idoso e cansado. A nova criança seria batizada de “*crawling bands*” (“bandas rastejantes” ou talvez “bandas móveis”) pelo mesmo economista – o professor John Williamson – que coordenou um seminário internacional que se tornou famoso, realizado no Rio em 1980, onde, segundo reza a lenda, a expressão “*crawling peg*” foi cunhada.

Em tempos recentes, todavia, o mundo acadêmico e oficial anglo saxão desenvolveu uma forte aversão aos regimes mestiços, possivelmente em virtude do trauma da Crise

da Ásia. O novo mantra era que os países deviam escolher regimes polares: flutuação “ariana” ou “caixas de conversão” (*currency boards*) como na Argentina. Todo e qualquer regime intermediário era pecaminoso e fadado a degenerar. O sincretismo estava condenado.

Na prática, contudo, verificou-se curioso fenômeno: afora as três moedas internacionais de reserva (Dólar, Euro e Iene), e a despeito de declarações em contrário, em toda parte observava-se a mestiçagem, raramente declarada, e sempre envolta em grandes pudores. Mas o fato é que a intervenção é contumaz de tal sorte que a volatilidade das moedas “de segunda” se revela, na prática, inferior a das moedas “de primeira”. O economista Guillermo Calvo, uma autoridade no assunto, e “ariano” nas suas preferências cambiais, descreveu o fenômeno como “o medo de flutuar”, como se fosse uma falha de caráter que impede os BCs da periferia de deixar o câmbio ir para onde tem que ir.

Mas o fato é que existem bons motivos para ter medo, pois a flutuação pode produzir desvios grandes e duradouros dos níveis “razoáveis” da taxa de câmbio. Quando o Real fica subvalorizado (o contrário de “defasado”) em 40%, por exemplo, ficamos na mesma situação de um país que está com o câmbio “certo” e impõe uma tarifa de importação de 40%. Um absurdo, não?

As distorções assim provocadas são óbvias e imensas, e pior: o efeito sobre as exportações é pequeno pois não há exportador que ache que o câmbio a R\$ 2,50 veio para ficar. As perdas para quem deve em dólares, a começar pela Viúva, são também óbvias e imensas. Como fomos deixar acontecer uma coisa dessas?

É claro que o Banco Central agiu corretamente em interromper os “excessos”, e foi merecidamente aplaudido por isso. Mas teve de engolir muitas das máximas de “arianismo cambial” que andou soltando nos últimos meses. Na visão do mercado, nosso regime de flutuação encomendou um terceiro mestiço, cujos contornos ainda não são claros. Ou seja, o BC criou para si o desafio de proporcionar ao distinto público uma lógica e também uma definição para os instrumentos apropriados para as circunstâncias.

Tem sido observado por muitos economistas que em toda parte são usados instrumentos como derivativos cambiais, ou papeis indexados à taxa de câmbio, para fazer as intervenções mais eficazes e econômicas, e de tal sorte a economizar o uso das reservas. Até as pedras sabem que as reservas podem ser facilmente atacadas, e de forma alavancada, mediante operações com derivativos, especialmente se o BC se abstém de entrar no recinto da BM & F (Bolsa Mercantil e de Futuros). Não há explicação para a relutância do BC em utilizar esses novos instrumentos, e se há restrições formais neste domínio no acordo com o FMI, esta documentação não é conhecida, nem foi submetida ao Senado, e nem faz sentido.

É de se esperar que a experiência desta semana tenha mostrado que o dogmatismo associado à “flutuação ariana” nos levou a um tumulto desnecessário, cujo custo mais evidente é uma mudança, desnecessária e dolorosa, na política monetária. O sacrifício será tanto mais breve quanto mais eficaz for a atuação do BC nas próximas semanas. A única certeza é que, em boa hora, terminaram as ilusões sobre as virtudes da flutuação.