

## **Uma política cambial em gestação**

Gustavo H. B. Franco

Há hoje, como sempre houve, duas discussões diferentes sobre câmbio e que, a meu juízo, foram indevidamente misturadas. Uma é sobre o nível correto para a taxa de câmbio e os critérios para determiná-lo. Outra diz respeito à escolha do regime, ou à intensidade e aos métodos de intervenção do BC no mercado de câmbio.

Quando se discute o "nível correto" é comum que se adote o critério que os economistas designam como PPP, uma sigla para "paridade de poder de compra". Em miúdos, o critério quer dizer que a taxa de câmbio está "correta", ou em equilíbrio, quando a mesma mercadoria (ou conjunto delas) custa a mesma coisa em países diferentes quando medida na mesma moeda. O exemplo mais simples e popular dessa teoria usa o preço do "Big Mac" (o sanduíche) nos EUA como referência: se o preço do "Big Mac" no Brasil, medido em dólares, estiver 7,5% mais caro que nos EUA, como era efetivamente o caso em dezembro de 1998, então a conclusão era a de que nossa taxa de câmbio estava "sobrevalorizada" em 7,5%. Medidas mais sofisticadas para a PPP nessa ocasião pareciam sugerir um número maior, uns 12% talvez, que não apenas não era um desvio muito relevante da PPP como também havia uma convergência bem estabelecida para esta direção.

Hoje, depois do vendaval iniciado em 13 de janeiro, atingimos uma brutal subvalorização cambial, que nos colocou bem acima dos níveis dados pelo critério da PPP, que estaríamos em torno do 1,75 (na hipótese de preços por atacado crescerem cerca de 30% este ano). Apenas para registro, não esquecer que, em termos reais, este o nível estaria muito próximo de onde estaríamos se não tivesse havido a mudança no regime cambial.

De toda maneira, todo mundo parece achar que 2,00 é um nível excessivo, inflacionário, e que o BC deveria evitar a fim de evitar uma já incipiente atmosfera de reindexação. Todavia, na vigência de um regime onde a Autoridade Monetária é passiva e quem manda no mercado é a garotada das mesas de operação, só por acidente vamos ter o câmbio estabilizado no nível correto.

Nós temos um problema com o nosso regime cambial: nossa experiência com o câmbio flutuante não tem sido boa, nem limpa. A meu juízo é um grande equívoco este de se argumentar que só existem dois regimes cambiais para países emergentes: a livre flutuação e o "currency board" estilo argentino, e nada entre esses extremos inconvenientes. Sempre é bom recordar a nossa própria experiência com o propósito de distinguir nossa singularidade. A flutuação cambial não foi inventada em 15 de janeiro de 1999, quando o BC perdeu o controle do mercado após o colapso da inesquecível "banda diagonal endógena". Em julho de 1994 a flutuação foi uma escolha muito bem refletida que permitiu um realinhamento para baixo do câmbio (estávamos, então, com o

câmbio subvalorizado e um superávit comercial excessivo e inconveniente) e que teve efeitos tremendamente positivos e importantes para a abertura e a estabilização. Deve-se lembrar também que se continuássemos com o regime de livre flutuação a apreciação cambial teria ido bem mais adiante, o que não parecia conveniente. O BC introduziu, então, um "piso", ou seja, uma regra de intervenção, inicialmente informal, segundo a qual a taxa não cairia abaixo de um determinado nível, no qual o BC compraria todos os dólares que aparecessem. Meses depois, com a crise do México, e o início de uma depreciação cambial que tomava ares de uma disparada que poderia colocar em risco a estabilização, o BC foi novamente chamado a intervir. Desta vez para colocar um "teto", vendendo todos os dólares que se quisesse àquele nível. Novamente tratava-se de prevenir excessos que são inerentes e inevitáveis num regime de flutuação. As bandas cambiais surgiram, portanto, espontaneamente, por que os exageros provocados pelo regime de flutuação se revelaram danosos para a economia. O câmbio flutuava ao sabor das forças de mercado, mas dentro de limites.

Parece que estamos revivendo o mesmo filme, ou o mesmo ciclo, nos dias de hoje. Tudo parece indicar que foi fixado um "teto" em 2,00. Falta saber, e o mercado vai procurar saber: (i) onde é o "piso", algo que vai se testar num futuro mais remoto quando as coisas estiverem melhores no plano fiscal e das expectativas; e, (ii) se o "teto" é inclinado como, por exemplo, em Israel, onde o "teto" é desvalorizado pela meta de inflação do BC.

O fato é que o regime de flutuação cambial está sucumbindo em função dos exageros que é incapaz de evitar. Mas o BC não pode admiti-lo seja por que está vinculado às determinações do FMI (ou seja, ao dogma dos dois regimes polares), seja por que se sente prisioneiro de suas próprias declarações de fé no regime de flutuação, que poderia muito bem ter passado sem fazer.