

Brincando com números

Gustavo H. B. Franco

Parece não ter fim a exegese, bem como os rancores deixados pelas políticas cambiais que começaram em Julho de 1994 e terminaram na manhã do dia 13 de janeiro de 1999. Existem pelo menos duas escolas de detratores, a primeira baseada no fato que o câmbio era flutuante, a segunda baseada na interpretação que o câmbio era fixo. E gente nos dois times!

Explico: os primeiros alegam que a política de flutuação cambial introduzida em julho de 1994 foi um grande erro. Mas o fato é que, graças ao suposto “erro”, como se sabe, o Plano Real deu certo, e a oposição foi surrada não apenas uma mas duas vezes nas urnas ao insistir que o Real não era real e em “politizar” a política cambial.

O jornalista Celso Pinto é competente o suficiente para não comprar essas teses, nem as teorias conspiratórias desenvolvidas com esta base. Mas tem opiniões muito próprias sobre o modo como as coisas aconteceram posteriormente. Em seus artigos desta semana no Valor, há que se distinguir a discussão “acadêmica” sobre regimes cambiais “corretos”, de uma outra que é matéria de julgamento: ele acha que o regime cambial encerrado em 13 de janeiro por decisão do Presidente da República estava morto. Eu não acho.

Sobre regimes cambiais, eu tenho suficiente milhagem em discussões acadêmicas sobre o tema para ter aprendido que não existe regime ideal independentemente das circunstâncias. Me sinto perfeitamente à vontade para admitir que “em condições normais” a flutuação é o meu regime preferido. Tanto é que foi o que introduzi em julho de 1994 debaixo de muitas críticas, inclusive de gente que hoje só tem elogios para a flutuação. O problema, todavia, é que quase nunca estamos “em condições normais”. No segundo semestre de 1994, em condições de bonança cambial, déficit público descontrolado e de indexação latente, a flutuação estava criando problemas. Migramos para um regime de bandas que, nas circunstâncias que prevaleceram daí até a Crise da Ásia, funcionou muito melhor.

As circunstâncias são radicalmente diferentes em fins de 1998. Já se tinha clareza que o mercado internacional de capitais ia ficar entorpecido por um bom tempo mas, de outro lado, o acordo com o FMI nos permitia sonhar com números os fiscais decentes (afinal, no quinto ano do Real). Já se podia perceber também que a economia tinha se desindexado bastante,

embora ninguém se atrevesse a imaginar em que medida. Nessas novas condições, a flutuação parecia uma alternativa melhor, de modo que a política de bandas foi gradualmente sendo movida nesta direção.

A situação que se colocava em dezembro de 1998 era a de se implementar o acordo com o FMI, superar a atmosfera de crise, e uma vez vencida completamente a especulação, avançar de forma mais rápida para a flutuação. Em janeiro era preciso, a meu juízo, interromper a queda dos juros, quem sabe subir um tanto, mas nada nem perto dos 45% que tiveram de ser fixados em seguida. Acredito que assim terminaríamos de vencer a crise e garantiríamos uma transição tranquila mas não súbita para a flutuação. Este curso de ação foi levado ao Presidente, simultaneamente ao plano depois conhecido da “banda diagonal endógena”. O Presidente fez a sua escolha e os resultados são conhecidos.

Celso Pinto há tempos insiste que, a esta altura, não havia nada a fazer senão render-se ao “mercado”. Discordo frontalmente. Ele não está sozinho na sua opinião, assim como eu também não estou. Entre os que achavam que não apenas possível como necessário defender a política cambial existente, estavam as autoridades com quem negociamos o acordo com o FMI (Fischer, Summers, Rubin, Greenspan para ficar apenas nos americanos). Se é uma questão de opinião, eu acho que esta turma tem mais peso do que os operadores de mercado aqui do Brasil.

Novas informações publicadas pelo BC sobre nossas reservas internacionais permitiram que Celso Pinto propusesse alguns “ajustes metodológicos” de tal sorte a transformar os US\$ 44,5 bilhões em US\$ 12,5 bilhões. A manipulação não está propriamente a serviço da objetividade; seu propósito é sustentar uma idiosincrasia. Vamos às passagens da mágica.

A primeira é simplesmente não contar os recursos vindos do FMI, como se o pacote de US\$ 42 bilhões, e os quase US\$ 10 bilhões já sacados naquela ocasião, fossem vento. Essa interpretação errada era justamente o temor dos técnicos do Tesouro Norte Americano que eram contrários a que o programa tivesse como “critério de desempenho” um nível mínimo para as reservas internacionais líquidas dos recursos do pacote. O argumento era justamente o de que uma leitura superficial do arranjo seria a de que o dinheiro do FMI não era para ser utilizado, exatamente a interpretação do jornalista. Que fique claro, portanto, que o dinheiro podia ser utilizado para qualquer fim, e, nos termos do acordo, o que aconteceria se tocássemos esse mínimo de US\$ 20 bilhões seria uma “consulta” ao FMI, ou seja, um pedido de “waiver” para usar os US\$ 25-30 bilhões do acordo. Tínhamos, assim, uma enorme reserva auxiliar e eu não tenho dúvida que teríamos “waiver” nesta ou em qualquer cláusula do acordo se cumpríssemos o que era importante: as metas fiscais. Portanto, descartar os recursos do pacote

como se não existissem equivale a dizer que o acordo não teve relevância nenhuma, o que não tem sentido nenhum.

O segundo passo da mágica é alegar que os depósitos de reservas no Banco do Brasil (algo como US\$ 6 bilhões) não tinham liquidez e portanto deveriam ser excluídos das reservas. O erro é factual. A totalidade desses recursos era aplicada por prazos inferiores a 90 dias, boa parte por um dia. Não há critério técnico neste planeta que resulte em excluir depósitos deste tipo das reservas internacionais.

O terceiro passe de mágica é argumentar que a carteira de títulos da dívida externa brasileira em poder do BC não tinha liquidez nenhuma e também deveria ser excluída totalmente das reservas. Aqui temos um ponto a conceder: minha impressão é que o valor reportado para dezembro de 1998 (US\$ 6,7 bilhões) corresponde ao valor de face dos papeis. O valor de mercado seria algo como US\$ 4,5 bilhões, para uma carteira muito diversificada que poderia sim ser vendida sem maiores alterações de preço ou “alugada” através de acordos de recompra onde levantava-se entre 85% e 90% do valor de mercado do papel em dinheiro vivo tendo o próprio papel como colateral. A operação poderia ser repetida, “alavancando” liquidez, o que não era difícil nessa época quando a taxa de juros nessas operações de recompra chegou inclusive a ficar negativa de tão escasso que o papel brasileiro estava no mercado. Seria incorreto subtrair esses papeis das reservas, mas recomendável tomá-los a valor de mercado.

Portanto, com alguns passes de mágica é fácil sumir com vários bilhões de dólares, e criar um factóide para sustentar uma teoria pessoal. É claro que a controvérsia não tem solução pois consiste em saber o que aconteceria depois de 13 de janeiro se em vez da “banda diagonal endógena” tivéssemos uma outra política. O “achismo”, evidentemente, é livre. O problema aqui é o jornalista “torturar” os números até eles confessarem; parece coisa de economista.