

A falta de tempero

Gustavo H. B. Franco

Não há nada de simples na escolha de regimes cambiais. As certezas proporcionadas pela teoria econômica são poucas. Há anos se discute o mérito relativo de taxas fixas, flexíveis e de “regimes intermediários”, de forma não especialmente conclusiva. Alguém poderá dizer que estes últimos não andam muito populares nos círculos oficiais, mas não se pode esquecer que estes, especificamente os regimes de flutuação “com tempero”, ou flutuação “suja”, são justamente os mais encontrados neste planeta.

Prevalece, portanto, uma fina hipocrisia nos bancos centrais mundo afora, pois todos se incluem entre aqueles que flutuam de forma “limpa”, e admitem intervenções apenas em “circunstâncias excepcionais”. O que não se diz é que o excepcional pode ser muito frequente pois, afinal, este não é um mundo perfeito.

A escolha de regimes cambiais na vida real depende fortemente de circunstâncias históricas específicas que, inclusive, podem mudar drasticamente e exigir respostas radicais. Nossa experiência a partir de 1994 é curvas e desvios em resposta a choques e dificuldades de todo tipo. O câmbio foi flutuante no segundo semestre de 1994, exatamente como hoje, depois evoluiu para um “meio termo” entre taxas fixas e flutuantes, o sistema de bandas, as quais, posteriormente, passaram a sofrer minidesvalorizações e alargamento gradual. Instrumentos inovadores foram criados a fim de responder a situações específicas, como o leilão de “spread” e as atuações do BC em derivativos. Tempero nunca nos faltou. No início de 1999, aí por uma decisão política, voltamos para uma flutuação radical que, todavia, já entrou na fase de decantação e adição de tempero, mercê de novas circunstâncias

O modelo de política monetária e cambial ora em vigor no país, baseado em flutuação “puro sangue” e metas para a inflação é um excelente modelo no papel e na Nova Zelândia. Num país pequeno, rico, calmo, resolvido, ou num país imaginário, de livro texto americano, a flutuação pode ser tão pura que o banco central sequer possui reservas internacionais.

Será este o modelo para nós?

Uma coisa é o BC ignorar flutuações cambiais “neozelandesas” e dizer que só tem olhos para o IPCA. Outra é manter esta postura quando a desvalorização chega aos níveis que chegou. As distorções causadas por um enfraquecimento excessivo da moeda nacional são muito grandes, basta observar os que devem em dólares, ou quem compete com importados. Com os anúncios recentes, nossa política de flutuação cambial já não parece tão “ariana” quanto no início,

mas o diagnóstico que as autoridades têm da situação não é claro. Por que está disparando o câmbio se não há fuga de capitais nem “rombo” no balanço de pagamentos que justifique tal coisa? Será apenas um mal-estar com a Argentina, o “apagão”, o PT e a recessão (!?) americana?

Flertou-se, em certa altura, com o conceito de “bolha”, mas não colou. Algo novo e inquietante parece estar acontecendo. O mercado parece achar que o câmbio está subindo por que empresas, bancos e pessoas ricas estão cada vez mais decididos a “dolarizar” seus ativos e “desdolarizar” seus passivos. É o desejo pelo “hedge”, que pode ser entendido como uma espécie de seguro contra variações cambiais. Esta demanda não é por dólar propriamente, mas por “variação cambial”, de modo que não precisaria ser atendida com as reservas cambiais, mas com títulos de emissão do Tesouro Nacional com indexação cambial ou instrumentos “derivativos” (swaps, opções, etc.).

O BC recusa-se a fornecer esses instrumentos não se sabe se por convicção (!?) ou porque o FMI não permite, pouco importa. Na ausência de alternativas a pressão acaba incidindo sobre o dólar, que dispara e re-alimenta a demanda por “hedge”. O fato é que não estamos sabendo lidar com um fenômeno incomum, que não se conhece na Nova Zelândia, nem nos livros-texto, e que os burocratas do FMI têm preguiça, ou medo, de explicar a seus superiores.