

## Na Quarta Casa Decimal

Gustavo H. B. Franco

Na semana que passou o Diretor de Política Monetária do Banco Central foi perguntado, uma vez mais, sobre o uso dos chamados derivativos cambiais de sorte a atender à crescente demanda por proteção, por parte da economia real, contra flutuações cambiais exageradas. O diretor deu indicações, semelhantes às que o Presidente Arminio Fraga forneceu em entrevista recente, de que o BC está, de fato, estudando o assunto e que pode tomar alguma iniciativa neste terreno. De resto, em outras ponderações filosóficas sobre o mercado de câmbio o diretor perdeu excelente chance de permanecer calado.

Dentre as declarações estava a de que a atuação do BC no mercado futuro de câmbio, feita no âmbito da finada política de bandas não era “eficiente” e “na forma como foi operado no passado não trouxe transparência que é uma marca do câmbio flutuante”. Perguntado sobre o uso mais intenso de papeis cambiais para aplacar a demanda por “hedge”, o diretor disse que “o mercado tem de entender, e isso nós vamos repetir quantas vezes for necessário, que o câmbio é flutuante e que o BC *só entra na hora que avalia ser necessário*” (da Coluna “Direto na Fonte – Sonia Racy, de 22-05-2001).

A meu juízo existem nessas palavras algumas confusões que é necessário apontar. A primeira tem que ver com o mau uso de um conceito inatacável porém cuja tradução na vida prática de um banco central nem sempre é evidente: transparência. Quando tínhamos uma política de “bandas”, os pontos de intervenção do BC eram bem conhecidos, e portanto, perfeitamente transparentes, tanto no “pronto” quanto nos futuros. É claro que se existem pontos de intervenção no “pronto” eles têm de existir nos futuros, do contrário o mercado arbitraria contra o “pronto”

até o infinito. Todos no mercado sabiam disso, incluso o Diretor, que trabalhava para um banco privado ativo neste mercado, e sabia os pontos de intervenção nos futuros bastando olhar o DI Futuro e fazer as contas.

A política de “bandas” podia ter muitos defeitos, e também algumas virtudes, sobre as quais podemos discutir muitas horas. Mas falta de transparência definitivamente não era o problema. Pelo contrário: o mercado sabia, na quarta casa decimal, quando o BC entraria, fosse no “pronto” ou nos futuros, ou seja, não era como hoje quando “o BC só entra na hora que avalia ser necessário”, para usar as palavras do Diretor. Ademais, as intervenções no “pronto”, por exemplo, somente se davam através de leilões, enquanto nos dias de hoje, volta e meia, a mesa do BC faz um “corpo a corpo” com operadores mais agressivos.

Nos futuros, as intervenções ocorriam no pregão de uma bolsa organizada, a Bolsa Mercantil e de Futuros (BM&F), que tinha uma rotina profusa de divulgação de informações sobre volumes negociados e de posições em aberto. Apenas não se dizia qual era o tamanho da posição de nenhum participante individual, incluso o BC. Este, porém, tinha sua lógica de atuação muito bem conhecida, o que não se sabia era o tamanho de sua posição, como também não se publicava a posição de nenhum banco privado. Não acho que fosse de interesse do BC comunicar sua posição ao mercado, pois um BC “transparente” não precisa publicar absolutamente tudo que faz, pois, com frequência, pode prejudicar sua própria atuação. Não vejo motivo, por exemplo, para que se publique quem está no redesconto, ou quais são os números do BC para o patrimônio líquido “ajustado” para os bancos privados, ou públicos, em funcionamento. O BC maneja muitas informações sensíveis.

Acho que, neste ponto, o Diretor parece cair numa armadilha retórica que, certa vez, produziu uma curiosa sugestão do Senador Eduardo Suplicy, a de se transmitir pela televisão, ao vivo, a reunião do COPOM. Por que limitar a “transparência” do COPOM a uma ata com linguagem gasosa publicada uma semana

ou um mês depois? O Diretor sabe que as reuniões do COPOM são gravadas: por que não disponibilizar a íntegra das gravações? E por que não fazer o mesmo também para as reuniões do Conselho Monetário Nacional e da Diretoria do BC? Não seria mais “transparente”?

As sessões plenárias do Congresso, e também das comissões, não são transmitidas pela TV Senado e pela TV Câmara, por que não deveríamos ter um “TV Executivo” que transmitisse as reuniões importantes do BC e do Ministério da Fazenda?

Alternativamente, por que não permitir que essas reuniões tenham “observadores” da sociedade civil, do Poder Legislativo ou de organizações não governamentais?

Como se vê, é fácil construir sofismas com a noção de transparência, como fez o Diretor. O fato é que fazia muito bem à BM&F que o BC lá operasse. O mercado tinha credibilidade e os agentes da economia real podiam obter “hedge” sem temores quanto à solidez da contraparte. A previsibilidade era, sem dúvida, uma virtude de um regime cambial com mais rigidez e mais clareza sobre o pensamento do BC. De todo jeito, a evolução natural da atuação do BC na BM&F era o lançamento de um programa de venda, em leilão, de opções de compra e de venda de câmbio, que o BC já tinha pronto para lançar em fins de 1998 e, possivelmente, vai aparecer agora como novidade. Programa semelhante existe no México, por exemplo, sem nenhum prejuízo conceitual e prático para o regime de flutuação cambial. Ou seja, não há incompatibilidade nenhuma entre flutuação cambial e o uso de derivativos e títulos com indexação cambial para refrear exageros do mercado, como sugere o Diretor.

Todos estão incomodados com o tamanho da desvalorização do real, que não guarda nenhuma relação com “fundamentos” do setor externo, o que, infelizmente, não significa que o câmbio deverá voltar, por gravidade, para os níveis “corretos” determinados pelas regras seculares de paridade de poder de compra. Em regimes de flutuação o afastamento destes níveis

“corretos” pode ser muito duradouro e doloroso. Tanto que um outro diretor do BC, que conhece bem a literatura acadêmica sobre regimes cambiais e seus problemas, o Professor Ilan Goldfajn, disse certa vez, com propriedade, que o “câmbio flutuante é muito bom quando não flutua”.