

A favor da mestiçagem

Gustavo H. B. Franco

Foi com a unificação monetária europeia que começou a ficar popular a ideia que o mundo têm moedas demais, e que seria um lugar mais simples, e menos propenso a crises cambiais, se muitas dessas moedas desaparecessem, ou se os países se organizassem em federações monetárias como a Europa. Quando aplicada às chamadas economias emergentes a tese adquiria uma tonalidade próxima ao preconceito: a soberania monetária teria servido apenas para criar confusão, e como nos dias de hoje as crises de um país afetam a vizinhança inteira, melhor seria que essas economias desistissem de administrar suas moedas.

Pois bem, uma outra maneira, aparentemente mais neutra, de enunciar o mesmo princípio, é dizer que as economias emergentes devem fazer uma espécie de Escolha de Sofia: ou adotam o "*currency board*" (ou caixa de conversão no estilo argentino) abrindo mão de uma moeda nacional, ou a livre flutuação da taxa de câmbio.

Toda e qualquer mestiçagem entre esses extremos seria considerada indefensável e inviável, ou seja, toda intervenção no sentido de defender a moeda, para cima ou para baixo, sempre e em toda parte (no mundo emergente), está fadada ao fracasso.

Na semana passada o Secretário do Tesouro dos EUA, Robert Rubin, elegeu oficialmente esta tese à condição de "política" a guiar o uso dos recursos do FMI em seus pacotes de auxílio, embora isso não possa ser encontrado na documentação publicada pelo FMI sobre as novas Linhas de Crédito Contingente (LCCs), cujas condições de acesso são elencadas de modo muito mais vago. Por outro lado, nossos irmãos argentinos e mexicanos têm sido

notáveis divulgadores desta tese, embora por razões inteiramente opostas: cada um está solidamente comprometido com um dos extremos do espectro.

Por que a má vontade com a mestiçagem?

No mundo desenvolvido existe, para começar, uma espécie de simpatia doutrinária para com os regimes de flutuação e um crescente preconceito contra a intervenção em mercados de câmbio que, reconhecidamente, se tornou mais complexa diante de novas tecnologias no mundo financeiro (derivativos principalmente) e menos eficaz com o avanço da civilização "*off-shore*".

Diante disso, não deixa de ser paradoxal que se admita o extremo oposto, ou seja, a taxa de câmbio inteiramente fixa, para o resto da vida, como num "*currency board*". O paradoxo me faz pensar que o problema não é tanto a intervenção mas sua lógica e o compromisso em sustentá-la. Os problemas com o poder discricionário surgem quando ele é exercido de forma errática: se existem mecanismos institucionais que evitam que governos mudem de ideia, a intervenção é aceitável pois é feita com credibilidade e consistência ao longo do tempo.

É interessante notar que a credibilidade e o compromisso também são cruciais para os regimes de flutuação, ou seja, a flutuação não faz a vida mais fácil para os governos de pouca convicção fiscal. Isso pode ser visto com clareza em um fenômeno recentemente identificado pelo Professor Paul Krugman: há países (que ele designou como "brancos") para os quais a flutuação (e eventuais desvalorizações) parece não gerar maiores sobressaltos, ao passo que, para um outro grupo de países (os emergentes), a desvalorização é sempre uma catástrofe. Por que o duplo padrão?

A resposta tem que ver com credibilidade e reputação, atributos que se acumula ao longo do tempo, e que servem

de defesa num momento de aperto. Afinal, moeda é confiança, pois nada mais é que um pedaço de papel com a assinatura de um ministro e do presidente do banco central. Na economia global há pouca impunidade: quem tem muita milhagem acumulada em fazer as coisas direito ganha certas prerrogativas. Quem não tem, que trate de ter.

Mas que dizer das opções disponíveis para o Brasil? Será que a flutuação "puro-sangue" é o regime para o resto de nossas vidas? Será este o regime ideal para um país cujo relacionamento com o mercado internacional de capitais que parece oscilar entre a abundância e a crise, sem meio termo?

A flutuação pura tem uma característica da qual não se escapa: as autoridades devem estar preparadas para aceitar aquilo que o mercado trouxer. Se este não for o caso, então é bom começar a pensar em formas explícitas de mestiçagem.

É interessante lembrar que quando o Real entrou em circulação em julho de 1994, estabeleceu-se um regime de livre flutuação cambial e, para a surpresa de muitos, a lei da oferta e procura funcionou e o Real começou a experimentar apreciação. Com o tempo o Banco Central entendeu que deveria intervir no mercado a fim de evitar uma apreciação maior, fixando um "pisso" para o Real por dólar, no qual o BC compraria todos os dólares que aparecessem. Foi assim que surgiu, primeiro informalmente, depois explicitamente, o sistema de bandas: criado para evitar uma apreciação cambial excessiva.

E agora?

Depois de o Real chegar a 2,16, um nível que ninguém estava confortável em ver prevalecer, a taxa de câmbio vem apreciando velozmente. O Real chegou a 1,66 por dólar e se coisas correrem bem, ou seja, se nosso

programa fiscal for percebido como concreto, e os mercados internacionais estiverem normalizados, a tendência será de crescimento das entradas de capitais e apreciação. É interessante notar que se a política anterior fosse mantida, chegaríamos ao fim do ano numa taxa em torno de 1,32 mas com inflação zero ou negativa. Isso seria equivalente a uma taxa de aproximadamente 1,55 se raciocinarmos com a inflação prevista no segundo Memorando de Política Econômica assinado com o FMI. Ou seja, já não estamos tão distantes da taxa de câmbio real que teríamos se mantivéssemos a política anterior. Se chegarmos mais perto, os críticos da política anterior vão reclamar que a desvalorização não serviu para nada. E os críticos dos críticos vão dizer que se era para voltar para o mesmo lugar era melhor não ter mexido.

Que fará o BC?

Se intervier pesadamente para evitar a apreciação o regime perderá sua pureza. Se não intervir, restarão as opções de recolocar as restrições à entrada de certos tipos de capitais e, idealmente, de uma redução bem mais agressiva nos juros. Todavia, a batalha ainda não inteiramente vencida contra os impactos inflacionários da desvalorização, bem como a delicadeza do equilíbrio fiscal, estariam a recomendar cautela nesse campo. E, curiosamente, quanto mais cautela da política monetária (e a confiança que a cautela será observada), maiores serão as entradas de capital, maior a tendência de apreciação (e mais contundente a vitória sobre a inflação) e maiores as dificuldades para ocultar nossos traços mestiços.