

Regras flexíveis Gustavo H. B. Franco

Antes de se tornar diretor do Banco Central, meu colega professor da PUC, Ilan Goldfajn cometeu uma excelente frase sobre regimes cambiais: “câmbio flutuante bom é quando não flutua”. Mais recentemente, num badalado documento feito, segundo consta, a pedido de dirigentes do PSDB, o ex-ministro Bresser Pereira e o ex-secretário Yoshiaki Nakano disseram uma coisa muito parecida ao ensinar ao PSDB o que são boas políticas econômicas: eles recomendam “a manutenção do atual regime de câmbio flutuante, com a meta de conservar o câmbio real no nível atual”.

Muitos verão bom-senso na evidente inconsistência contida nos dois raciocínios. O câmbio flutuante é para flutuar, certo? Ou não? E se flutua não há que se falar em “meta” para o câmbio real, pois isto significa indexar a taxa de câmbio, e indexar é inconsistente com flutuar, certo? Ou não?

Nesta semana que passou o Banco Central finalmente aprovou um mecanismo que facilita, através de derivativos, a manutenção de posições de “hedge” por parte de empresas. Depois de resistir e resmungar, agora é oficial: temos um regime de flutuação “suja”, e dentro da sujeira encontram-se derivativos.

A linguagem não é muito lisonjeira, mas é como tradicionalmente são designadas as situações onde o câmbio é flutuante mas a autoridade monetária faz intervenções frequentes e sem muita informação sobre como, quando e quanto. Para nós, podíamos pensar numa terminologia mais educada: “flutuação derivada”, “atenuada” ou “dirigida”, são muitas as possibilidades. Se vamos ter uma “meta” para o câmbio real, ou um “piso”, é uma outra questão, mais complicada, que se tornará mais e mais importante se o câmbio começar a derreter de verdade.

Mas “quanto” exatamente de intervenção existe neste nosso regime de flutuação? Há suficiente transparência sobre quanto, quando e como? É necessário haver toda essa transparência sobre a intervenção?

Esta é uma pergunta chave para a tese conhecida como a “Escolha de Sofia”, segundo a qual só fazem sentido regimes cambiais polares: câmbio totalmente fixo em um “currency board” ou câmbio totalmente flutuante. Esta tese anda meio machucada pelos eventos na Argentina, e pelo fato de que só existem “currency boards” em países muito pequenos, cidades-estado, ou em países já se preparando para adotar o Euro como moeda nacional.

Anda machucada também pelo fato de que o regime cambial predominante em países emergentes é o de “flutuação suja”, onde não há muita transparência sobre quando, quanto e como.

De todo jeito, a “tese de Sofia” pretendia mesmo, na minha opinião, desempatar um outro jogo, especialmente quando dizia que os regimes “intermediários” envolvem uma grande dose de idiossincrasia ou discricionariedade e, portanto, são menos transparentes. Não se trata de dizer o que é melhor ou pior, mas de transparência no modo de executar.

Transparência é uma palavra que tem sofrido enormes agressões nos últimos tempos. A transparência é uma virtude, e uma daquelas que perpassa todo o espectro político. Transparência é politicamente correto e todo mundo quer ser transparente, inclusive instituições, como os bancos centrais, que em razão de suas funções, precisam guardar segredos. É fácil ver inúmeras situações em que o Banco Central não deve ser transparente. Por que, então, por exemplo, as reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom) não são transmitidas ao vivo pela televisão?

De todo jeito, invocar a transparência contra a discricionariedade é apelar a um sofisma. Há décadas a teoria econômica discute de forma inconclusiva sobre se a política macroeconômica deve ser conduzida através de regras ou de medidas discricionárias. Trazer o inatacável conceito de transparência para desempatar esse jogo é basicamente um golpe baixo.

Para um país como o Brasil pode fazer sentido manter um regime de flutuação cambial com intervenções frequentes, feitas de forma indireta, através de títulos públicos indexados à taxa de câmbio. Como de fato tem acontecido. A prática não é lá muito consistente com o discurso, como demonstram as citações no início deste artigo, mas e daí? O problema é que a transparência, já que foi trazida para a mesa, fica comprometida. Isto, todavia, não deveria estar em discussão pois para a política macroeconômica importam os resultados, e se os métodos forem discricionários, isto não deve ser problema.

Problema existe quando a transparência de tanto ser invocada, cria armadilhas para seus sacerdotes. Problema existe quando a Autoridade Monetária está dividida entre regras ou de medidas discricionárias, como revela a ata da reunião mais recente do Copom, onde foi decidido o corte nos juros

para 18,75%. A decisão foi tomada por 5 votos a 3. Um da coalizão vencedora que mudasse de lado geraria um empate.

Pode-se pensar nos seguintes termos: se aplicarmos ao pé de letra a regra do regime de metas de inflação, os juros tinham de subir e não descer. Ficar parado já seria uma certa liberalidade em vista dos resultados econométricos disponíveis. Ou seja, o Comitê acabou tomando uma decisão difícil que preserva o princípio de que a política monetária deve obedecer a uma regra mas, tal como no caso da política cambial, uma regra com condicionantes, ou atenuantes. Uma regra flexível. Como uma flutuação que flutua pouco, ou uma flexibilidade restrita, ou uma rigidez ajustável.