

## Quanto vale a independência do BC?

Gustavo H. B. Franco

Há quinze dias atrás, neste espaço, procurei chamar a atenção do leitor para o fato de que o valor das empresas brasileiras em dólares depende muito do “custo do capital” dentro do próprio país, que é a taxa com a qual “descontamos” fluxos futuros de renda. O custo do capital, por sua vez, tem como principal componente sob nosso controle o chamado “risco país”. Um outro componente é a taxa de juros nos EUA, hoje bem baixinha, e um terceiro, sobre o qual também temos influência, mas não vamos tratar aqui, que é o chamado “risco cambial”.

Quando o “risco país” se reduz em 1% não apenas o valor das empresas se eleva como também o custo fiscal da dívida pública se reduz. Vale à pena saber quanto exatamente, apenas para termos uma idéia de quanto “rendem” as reformas necessárias para reduzir o “risco país”. Mencionamos, há quinze dias, que o valor das empresas do IBOVESPA estava em US\$ 96 bilhões; pois bem se, por hipótese, este valor resulta de um fluxo de caixa descontado à taxa de CDI por 20 anos, então, para chegar aos US\$ 96 bilhões, estamos falando de um fluxo de US\$ 19 bilhões anuais de dividendos. Agora vamos imaginar que a taxa de risco país se reduza em 1%, ou seja que a taxa de desconto deste fluxo deste fluxo caia em 1%, passando para 18,05%. O fluxo descontado passa a valer cerca de US\$ 101 bilhões. A um dólar de R\$ 2,45 estamos falando de um ganho para as empresas no valor próximo de R\$ 12 bilhões.

Se tomarmos em conta, além disso, que vamos pagar 1% a menos de juros sobre uma dívida pública total de, digamos, R\$ 600 bilhões, são mais R\$ 6 bilhões de ganho anual, o que nos leva à conclusão que uma redução permanente no “risco país” de 1% traz um ganho de R\$ 6 bilhões para o governo e mais ou menos o dobro disso para o setor privado, num total que pode facilmente ultrapassar os R\$ 20 bilhões se incluirmos no exercício as empresas de capital aberto fora do IBOVESPA.

Isso tudo serve para dizer que nós todos pagamos muito caro por termos uma “risco país” na faixa de 950 pontos (9,5%), quando já foi metade disso em 1996/97. Serve para nos irritarmos de pagar pelo que se passa na Argentina, que contamina a percepção sobre o nosso “risco país”, mas deve servir principalmente para refletirmos sobre o custo de não fazer reformas que avançam no sentido de reduzir o “risco país”.

Estas ponderações compõem um dos elementos da decisão se devemos, por exemplo, avançar na direção de uma reforma vista com grande interesse pela comunidade internacional e também pelos poupadores no Brasil: a independência do Banco Central.

É plausível supor que um movimento significativo nesta direção vai reduzir o “risco país” e, em consequência, valorizar as empresas brasileiras e reduzir o custo da dívida pública. Conforme os números acima, se estamos falando de 1% (100 pontos) de redução da taxa de risco país, o ganho para a sociedade é de R\$ 20 bilhões.

No mérito, o que falta para termos independência do BC é pouco: mandatos para a diretoria do BC, como em qualquer agência reguladora, e dar ao BC a responsabilidade pela política monetária, que hoje é do Presidente da República. O Governo parece disposto a andar com os mandatos mas não no segundo quesito, a responsabilidade pela política monetária. É uma forma fraca de independência, dita “operacional”, mas talvez seja a possível hoje.

A propósito do tema, aproveite a ocasião para um comentário sobre o que disse o economista Guido Mantega em recente depoimento na Câmara dos Deputados. Segundo o assessor do PT se houvesse independência do BC, poderíamos estar ainda “prisioneiros de uma política cambial desastrosa ... e em uma situação semelhante à da Argentina”. A observação é totalmente equivocada, e o episódio deve ser interpretado no sentido exatamente inverso.

Vale recordar que, em fins de 1998, ao Presidente da República foram mostradas ao menos duas alternativas de modificação do regime cambial (que não era desastroso, mas o necessário para extirpar a inflação da vida econômica brasileira, no que foi bem sucedido, mas de fato necessitava ser modificado depois de dominada a crise da Rússia) uma de minha autoria, outra da lavra do Dr. Francisco Lopes. Na minha, havia um pré-requisito para uma transição ordenada para a flutuação cambial: uma elevação dos juros, que nem precisava ser muito grande, especialmente se a transição fosse gradual. Menos gradual, aliás, do que vinha sendo. Na outra alternativa, prometia-se uma defesa da moeda sem elevação de juros, uma proposição ousada.

Como a decisão era do Presidente, e não técnica, prevaleceu a “banda diagonal endógena” que não deu propriamente muito certo. Foi como um “Carajás” cambial. Ironicamente, em seguida, para que a flutuação cambial pudesse ser implantada de forma ordenada, os juros tiveram de ser elevados para 45%.

O episódio, a meu juízo, demonstra que a independência teria evitado a desastrada, esta sim, transição para a flutuação cambial, que paralisou o país por quase um ano e comprometeu em boa medida a aprovação popular do governo, sua eficácia política, sua capacidade de andar com as reformas.

Outro episódio de interferência política no BC, em março de 1995, aponta na mesma direção. Ou seja, o BC pode errar ou acertar, mas seguramente acertará mais se não estiver sujeito à influência de políticos. Como os mercados entendem o assunto desta maneira, percebem que países com BCs independentes são menos sujeitos a caneladas políticas nas ações do BC, e por isso tem risco menor.