

# O Trilema

Antonio Delfim Netto

*Valor Econômico*, 05.04.11

## **Temos hoje, praticamente, uma taxa de câmbio fixa**

Há muitos anos, os economistas reconheceram as estreitas relações que existem entre os regimes da taxa de câmbio e a autonomia monetária de cada país. Teorizando sobre situações-limite: 1) liberdade absoluta ou controle absoluto dos movimentos de capitais nas relações externas; 2) taxa de câmbio absolutamente flutuante ou taxa de câmbio absolutamente fixa; 3) liberdade absoluta ou estrangulamento absoluto para que a política monetária atenda às condições econômicas domésticas e estabilize a economia; e 4) adicionando a hipótese que os agentes são absolutamente racionais e exploram qualquer oportunidade de lucro que possa ser apropriado pela livre arbitragem, pode-se demonstrar, logicamente, que a política econômica de um país não pode usar mais do que duas, das três primeiras condições expostas acima. Essa construção lógica constitui o famoso trilema que condiciona o exercício da política econômica.

Em outras palavras, ela pode incorporar:

1) Controle do movimento de capitais e câmbio fixo. Nesse caso, há plena liberdade para a política monetária perseguir os interesses internos do país. É claro que, nessas condições, a taxa de câmbio fixo é o preço relativo que equilibra o valor do fluxo dos bens e serviços exportados com os importados.

Se a taxa de inflação gerada pela política monetária autônoma for sistematicamente maior do que a do mundo, a taxa real de câmbio sofre uma valorização e, mais dia, menos dia, acumula-se um déficit em conta corrente que, quando as reservas de divisas se acabarem, exigirá uma desvalorização, com altos custos políticos para o poder incumbente e graves danos para a economia.

É exatamente esse custo que impõe limites à liberdade monetária. Em princípio, esse regime deve induzir a política monetária a perseguir uma taxa de inflação parecida com a do "resto do mundo". Trata-se do sistema construído originalmente no acordo de Bretton Woods, que, infelizmente, foi erodido pelo domínio do dólar como unidade de conta internacional e moeda reserva.

Ele deu aos EUA um privilégio exagerado, já pressentido por Keynes em 1943. Depois da crise dos anos 70 do século passado, quando os EUA desencarnaram o valor do dólar do ouro, o câmbio fixo transformou-se em anátema;

2) Liberdade de movimento de capitais e câmbio fixo. Nessa circunstância, o país não pode ter uma política monetária que cuide dos seus interesses internos. Para que haja equilíbrio no longo prazo, a sua taxa real de juros deve ser igual à taxa real de equilíbrio do "resto do mundo". Se a taxa de juros interna for maior do que a externa, a acumulação de reservas produzida pela entrada de capital precisa ser neutralizada pelo aumento crescente da dívida pública (e aumento do seu custo) e, no limite, será monetizada, criando as condições para a emergência de um processo inflacionário.

Se a taxa de juros real interna for menor do que a externa, haverá uma arbitragem inversa que, num prazo maior ou menor, consumirá as reservas de divisas e, cedo ou tarde, a taxa de câmbio (fixa) deve ser desvalorizada, criando as condições para a emergência de um processo inflacionário, e desequilibrará as finanças públicas e das empresas que usaram o capital externo para financiar-se;

3) Controle do movimento de capitais e taxa de câmbio flutuante. Nesse caso, pode-se ter uma política monetária interna que atenda aos interesses internos do país. A taxa de câmbio flutuante volta a ser o velho preço relativo, que equilibra o valor do fluxo de bens e serviços exportados com o valor do fluxo de bens e serviços importados;

4) Liberdade de movimento de capitais e câmbio flutuante. Nesse caso, a política monetária precisa manter a taxa real de juros interna igual à externa para construir um equilíbrio de longo prazo.

É claro que nenhum país pratica políticas econômicas com a "pureza" suposta na construção lógica do "trilema". Todos tendem a acomodar (de acordo com as circunstâncias que enfrentam dentro e fora do país e dos interesses do poder incumbente) uma combinação variável do movimento de capitais, do regime cambial e da liberdade da política monetária.

Assistimos isso agora no Brasil. Com três instrumentos de intervenção cambial, o Banco Central transformou o regime cambial. Temos hoje, praticamente, uma taxa de câmbio fixa. Trata-se de um mecanismo de "legítima defesa", justificado pela destruição interna causada pela supervalorização do real. Ninguém discute que a tendência do real é valorizar-se, se não por outras causas, apenas pela elevação do PIB per capita. No momento, essa tendência é ajudada pelas melhorias das relações de troca (enquanto durarem). O que se discute é a "supervalorização" causada pelo enorme diferencial das taxas de juros reais interna e externa.

O "trilema" não é apenas uma proposição logicamente deduzida. Pesquisas empíricas que vão se acumulando mostram sua relevância. Parece que não importa qual seja a combinação escolhida para nossa política econômica: é pouco provável que ela seja exitosa no longo prazo, se a taxa de juro real interna continuar três vezes maior que a externa...

**Antonio Delfim Netto** é professor emérito da FEA-USP, ex-ministro da Fazenda, Agricultura e Planejamento. Escreve às terças-feiras