

# A trindade impossível

**Antonio Carlos Lemgruber,**  
ex-presidente do Banco Central

ECONOMISTAS ESPECIALIZADOS em macroeconomia e economias abertas gostam de citar a charnada “trindade impossível”, demonstrada nas décadas de 60 e 70 – nos tempos das taxas fixas de câmbio – pelo Prêmio Nobel Robert Mundell e outros.

Basicamente, demonstrou-se que não é possível ter ao mesmo tempo elevada mobilidade de capitais internacionais, taxa fixa de câmbio e política monetária independente. Ou seja: ou se reduz a mobilidade do capital, ou se flexibiliza a taxa cambial, ou se abandona o controle monetário.

O texto abaixo se encontra no boletim recente do Morgan Stanley sobre a Índia:

“O Banco Central da Índia enfrenta o desafio da trindade impossível. Como a Índia abriu

a conta de capital, o Banco Central terá de escolher entre política monetária independente e taxa fixa de câmbio”.

Acontece que, a partir da década de 70, mas sobretudo nesse século 21, quando aumentou intensamente a mobilidade de capitais, estamos descobrindo outra trindade impossível: com alta mobilidade de capitais, qualquer que seja o regime cambial, não é possível uma política monetária independente.

Independentemente do regime cambial, ou se reduz a mobilidade de capitais ou se perde o controle monetário.

Essa constatação das trindades impossíveis revela que – mesmo com taxas flutuantes de câmbio – quando há mobilidade de capitais, perde-se o controle da política monetária. A melhor taxa de juros nominal para a política de metas antiinflacionárias passa a ser a

pior taxa de juros nominal para o crescimento econômico e para a taxa de câmbio real efetiva. A atuação do Banco Central sobre os juros influencia o movimento de capitais internacionais, seja com taxas fixas ou com taxas flutuantes de câmbio.

## No caso brasileiro, a inflação tende a ficar abaixo das metas: pode-se ter até deflação em reais

Na verdade, o mercado simplesmente ignora a possibilidade de desvalorização: um diferencial de juros exerce a mesma influência, com taxas fixas ou flutuantes. Pior ainda: um diferencial favorável de juros tende a provocar uma enorme valorização da taxa

nominal de câmbio – fenômeno chamado de “overshooting” por Dornbusch na década de 70 – até um determinado ponto extremamente supervalorizado no qual o mercado passa a considerar, a partir daí, alguma expectativa de desvalorização.

A teoria da independência da política monetária – com a fixação de metas inflacionárias – num regime de flutuação cambial cai por terra, na medida em que a atuação sobre os juros passa a exercer efeito imediato sobre a taxa de câmbio, produzindo o tal “overshooting”. Por outro lado, o Banco Central só vai influenciar a inflação via taxa de juros pelos canais lentos de transmissão da política monetária.

No caso brasileiro, a inflação tende então a ficar abaixo das metas: pode-se ter até deflação em reais, enquanto o câmbio fica extremamente su-

pervalorizado. No fundo, é o velho dilema: ou se mexe nos juros por causa da inflação ou por causa do câmbio. A trindade permanece impossível. Sem falar no problema do desemprego e da recessão que, de fato, não pode ser ignorado por nenhum Banco Central, mesmo quando se afirma que o regime monetário só deve focar na meta inflacionária.

Resumo da ópera: ou se reduz imediatamente a taxa de juros para 9% ou 8%, ou se estabelecem controles sobre movimentos de capitais de curto prazo. O chamado “Imposto Tobin”, também economista prêmio Nobel, que dizia: é preciso colocar areia nos moinhos de vento da movimentação financeira internacional. Sem juros baixos ou sem controles na conta de capital, o real tende a apreciar cada vez mais. Uma das piores “doenças holandesas” da história.