

A recente valorização do real levou vários economistas a alertarem para o perigo da volta da doença holandesa. A valorização cambial por longos períodos realoca recursos de empresas exportadoras para importadoras e consumidores em geral, e esse movimento pode dificultar a retomada do crescimento industrial.

Nos últimos meses, o Banco Central têm intervindo no mercado cambial para tentar frear a volatilidade cambial e manter o câmbio em um patamar adequado à nova realidade brasileira, na qual um câmbio desvalorizado poderia contribuir para uma retomada de atividade econômica via exportações.

retomada de atividade econômica via exportações. A não ser que o país se disponha a instituir controle de capitais, o risco de persistente valorização do real existe. Muitas vezes usamos a China como exemplo de país bem-sucedido em manter uma política de câmbio desvalorizado que gerou significativo crescimento econômico sem os custos sociais de elevada inflação. Infelizmente, o exemplo chinês é enganador, por vários motivos. Primeiro, correlação não é causalidade. O fato de que a China ainda possui, atualmente, um sistema de câmbio fixo e barato e cresce a uma taxa invejável não significa que o crescimento vem primordialmente do câmbio depreciado. São muitas as diferenças entre o modelo de desenvolvimento chinês e o de outros países emergentes, incluindo-se o brasileiro, e resumir a lição chinesa a ser copiada a uma variável é temerário e arriscado.

Uma diferença, em particular, torna o modelo chinês completamente intransponível para a realidade brasileira: na China, há controle de capitais.

Sabemos há tempos que os países estão sujeitos a um trilema, ou seja, uma restrição que permite uma escolha limitada de políticas econômicas, entre três opções. Em um dilema decidimos entre dois caminhos possíveis. No trilema de política econômica internacional, só é possível adotar duas entre três alternativas, que são: livre movimento de capitais, independência de política monetária, e controle sobre a taxa de câmbio.

A China opta pela determinação da taxa de juros e o comando sobre o câmbio. Por isso, não é possível que haja livre entrada e saída de capitais da economia chinesa. O Brasil, por sua vez, elege política monetária ativa e livre movimento de capitais e, por isso, não há como controlar a taxa de câmbio. Ambos os países priorizam a liberdade em definir a taxa de juros em razão de considerar que os juros são importante elemento de política econômica para estabilizar a economia. É por isso que a Selic está hoje em 14,25% ao ano, para que o Banco Central tente controlar pressões inflacionárias.

Em Hong Kong, por exemplo, as escolhas do trilema são por livre fluxo financeiro e câmbio fixo. Por isso, lá a taxa de juros é endogenamente determinada, e não há Banco Central que possa definir o preço do dinheiro nessa cidade-Estado.

Em recente opinião, a equipe editorial do Valor argumenta que: "o governo não deveria repetir o erro do passado de aceitar a apreciação cambial como um fenômeno natural, nem o de utilizá-la como atalho para baixar a inflação". O espírito dessa afirmação está completamente correto. A doença holandesa é um risco que pode dificultar a retomada econômica brasileira. Entretanto, tentar impedir a valorização cambial esbarra no trilema. Temos uma conta de capitais aberta. Agentes econômicos, brasileiros ou estrangeiros, podem colocar ou retirar seus recursos da nossa economia. Essa liberdade traz grandes benefícios ao mercado brasileiro, garantindo fluxos de investimento direto estrangeiros de pelo menos US\$ 40 bilhões ao ano, além de liquidez nos mercados de títulos e acionário.

O nosso processo de abertura ao mundo, iniciado na década de 90, trouxe vários benefícios ao país. Empresas estrangeiras investiram centenas de bilhões de dólares no país, promovendo empregos e competição, corporações brasileiras puderam se internacionalizar, consumidores têm hoje um pouco mais de acesso a produtos importados, e os brasileiros puderam se internacionalizar, consumidores têm hoje um pouco mais de acesso a produtos importados, e os brasileiros puderam, pela primeira vez na história recente do país, viajar para o exterior sem restrições cambiais.

O Brasil passou pela crise cambial de 1999 exatamente por não respeitar as restrições impostas pelo trilema. Na primeira fase do Plano Real abrimos a conta de capitais e queríamos ter política monetária ativa com um sistema de câmbio fixo. O resultado foi que o governo, em janeiro de 1999, teve que deixar o câmbio flutuar. Então, como agora, não respeitar os limites do trilema implica em crises. Podemos continuar a influenciar o câmbio, mas não muito mais que isso.

Tentar controlar o câmbio, na situação brasileira atual, só poderia ser feito se abandonássemos um dos outros dois pilares do tripé de alternativas: liberdade de movimento de capitais ou independência de política monetária. Já tentamos criar custos de transação, como IOF para compras no exterior. Não funciona. Entre as duas escolhas possíveis, não vamos abandonar a capacidade de determinar a taxa de juros internamente. A determinação da Selic é parte integrante do menu de políticas econômicas locais e não consigo imaginar uma situação na qual simplesmente abandonemos o controle sobre política monetária para tentar fixar a taxa de câmbio em um patamar considerado adequado para a retomada das exportações.

Realmente corremos o risco de, com o aprimoramento do cenário econômico, ocorrer uma valorização cambial que vai ser boa para os consumidores de produtos importados, mas ruim para parte da indústria. A não ser que estejamos dispostos a instituir controle de capitais, o risco de persistente valorização cambial existe. E, a não ser que venhamos a limitar a integração do Brasil ao resto do mundo, não há muito a se fazer. Intervenções pontuais no mercado de câmbio continuarão a existir, mas a possibilidade de volta ao período de câmbio valorizado é real enquanto nossas escolhas forem a de termos liberdade de movimento de capitais e política monetária ativa.

**Rodrigo Zeidan** é professor da New York University Shanghai e **Fundação Dom Cabral**.