

DOLARIZAÇÃO: alternativa ou imposição?

A QUESTÃO DA DOLARIZAÇÃO

*Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo**

*Julio Sergio Gomes de Almeida**

O fracasso das sucessivas tentativas de estabilização e a permanência de um estado de expectativas próprio das situações hiperinflacionárias vêm estimulando propostas de dolarização da economia. Essas sugestões têm sido reforçadas pela exaustão provocada pelos choques antiinflacionários, que, necessariamente, são executados através de atos unilaterais e arbitrários do Governo, crescentemente questionados pela opinião pública. Desse ponto de vista, as propostas de dolarização tornam-se atraentes, porquanto a estabilização dos preços poderia ser alcançada mediante a culminação de um processo natural de "regeneração" do padrão monetário.

Na atual situação de desorganização das normas de fixação de preços, dos parâmetros que regem os contratos e do ambiente que permitiria aos empresários assumirem compromissos de longo prazo, a idéia de se encontrar uma âncora nominal para a moeda nacional é plenamente justificada. O pressuposto desse procedimento está no reconhecimento de que a confiança na moeda só poderá ser alcançada mediante a demonstração de que o padrão monetário é regido por normas impessoais e que está a salvo de interferências arbitrárias de grupos privados ou do Estado. Por todos os títulos, a dolarização tem a pretensão de instaurar um sistema monetário regulado pelos princípios do padrão ouro.

* Professor do Departamento de Economia da Universidade de Campinas (UNICAMP).

Mais do que isso, o apelo à dolarização é o reconhecimento de que o Estado, como gestor da moeda e guardião dos contratos, é incapaz de conter, dentro dos limites exigidos pela estabilidade do valor do dinheiro, as demandas dos centros privados de decisão. O Estado não consegue administrar as pressões dos agentes deficitários — inclusive as agências públicas — em busca de refinanciamento e tampouco pode exercer a disciplina da política monetária sobre os agentes superavitários, cuja riqueza só pode ser preservada, num momento de crise aguda do processo de acumulação, através do lucro inflacionário.

Nesse sentido, a dolarização é uma tentativa de restauração do padrão monetário, em condições de hiperinflação, embora também seja o reconhecimento da impotência do Estado em promovê-la. Como já foi dito, a substituição da moeda legal por uma divisa estrangeira é um fenômeno natural do metabolismo das hiperinflações. Vista sob esse prisma, a dolarização é uma busca desesperada de salvaguarda da riqueza, dos contratos e dos rendimentos. Enquanto proposta de política econômica, agora em discussão, ela deve ser entendida como a tentativa de atacar a crise hiperinflacionária no ponto mais sensível: a completa desconfiança na moeda.

A dolarização pressupõe as seguintes condições:

- a) a conversibilidade da moeda, que, nas condições de desconfiança absoluta, exige a correspondência entre o estoque de meios de pagamento da economia e as reservas cambiais;
- b) a fixação da taxa de câmbio, ou seja, dos termos em que a autoridade monetária aceita converter qualquer quantidade de moeda.

Preliminarmente, é necessário apontar duas consequências que a aplicação rigorosa dos princípios da dolarização acarretariam: deveria ocorrer uma contração do estoque de ativos líquidos na economia — a quase-totalidade dos nossos ativos financeiros —, ainda maior do que a provocada pela reforma monetária de 1990; a expansão da liquidez e do crédito interno seriam determinados pela variação das reservas cambiais. Esse regime monetário exige uma acomodação não apenas da liquidez e do crédito, mas também da taxa de juros e do "deficit" público. Em relação ao "deficit" fiscal, a condição requerida é a de obtenção de um "superavit" de magnitude suficiente para adquirir as divisas cambiais necessárias ao pagamento da dívida externa do setor público, sem pressionar o mercado interno de

crédito. Essa condição é indispensável para a manutenção da taxa de câmbio e para que a taxa de juros reaja às variações das reservas e do crédito interno. A utilização da taxa de juros como instrumento de política econômica vai estar comprometida com a administração das reservas, e, nesse caso, a liquidez interna deverá refletir plenamente a situação de liquidez externa da economia.

Os fatores que deverão presidir a política monetária e de taxa de juros serão completamente diferentes dos que prevaleceram até agora, sem o estabelecimento da âncora nominal. A rejeição dos mecanismos do padrão ouro por parte de muitos economistas, e particularmente por Keynes, decorre das severas limitações impostas à política monetária e de crédito voltadas para objetivos internos. Os partidários da dolarização poderão argumentar corretamente que o sistema de crédito é praticamente inexistente numa situação de destruição do padrão monetário. A opção seria, portanto, entre ter um sistema de crédito condicionado e simplesmente não ter nenhum. Da mesma forma, poderão argumentar que o papel orientador da taxa de juros e o papel sinalizador do gasto público, bem como a função coordenadora do Estado, se perderam inteiramente ao longo da crise monetária.

Nesse ponto, é necessário advertir que os partidários da conversibilidade assumem que uma perda de reservas e uma conseqüente redução da liquidez interna deverão provocar uma elevação das taxas de juros no mercado doméstico. Essa elevação dos juros, aumentando o diferencial entre as taxas domésticas e as prevalecentes no Exterior, determinaria um ingresso líquido de capitais suficiente para contrabalançar a perda de reservas. Tal mecanismo de ajustamento supõe que exista uma alta elasticidade de substituição entre ativos financeiros domésticos e ativos líquidos emitidos por entidades de outros países.

É duvidoso que essa condição possa ser observada em países submetidos a um severo racionamento de crédito externo, em razão da crise da dívida. Se isso é verdade, uma perda de reservas poderá acarretar efeitos muito negativos. A contração da liquidez interna e a elevação desproporcional das taxas de juros — uma vez generalizada a percepção de que o "aperto" é insustentável — poderão causar a fuga de divisas ao invés de proporcionar o ingresso de capitais.

Será decisivo, de outra parte, para o programa de conversibilidade, o nível fixado para o câmbio. As autoridades poderão evitar uma desvalorização mais pronunciada da taxa de câmbio, buscando uma estabilização imediata dos preços. Nesse caso, se predominar a avaliação de que a taxa está sobrevalorizada e que o volume de reservas é insuficiente para garantir o compromisso da conversibilidade, o programa está sujeito a riscos muito graves. A persistência de uma inflação residual, ainda que evoluindo a taxas mais baixas, incitaria antecipações negativas quanto à capacidade do Governo em honrar o convênio de conversibilidade à taxa de câmbio fixada. Disseminado esse convencimento entre os detentores de ativos líquidos, restariam duas opções às autoridades: insistir na paridade escolhida, ou acomodar a taxa de câmbio às expectativas de desvalorização.

O primeiro caminho poderia desatar uma corrida contra a moeda nacional, provocando uma crise de liquidez de enormes proporções. O grau de desconfiança na capacidade do Governo de sustentar a paridade vai depender da sobrevalorização estimada para a moeda nacional, do diferencial entre a taxa de inflação doméstica e a observada na moeda de referência e da disponibilidade de reservas. Em suma, o programa de conversibilidade, impropriamente chamado de dolarização, apresenta os mesmos inconvenientes dos outros choques da estabilização e pode se transformar num mero expediente para abortar momentaneamente uma escalada hiperinflacionária.

A outra alternativa possível para a fixação da taxa de câmbio contemplaria uma desvalorização real da moeda nacional de intensidade suficiente para evitar a formação de expectativas contrárias ao programa. O sentido dessa medida é o de garantir uma situação folgada de reservas; mediante o incentivo ao ingresso de capitais e às exportações, o Governo estaria acenando, na visão dos partidários da conversibilidade, com a perspectiva de estabilização da moeda e com a recuperação do crescimento econômico comandado pelas exportações. Parece haver, nesse raciocínio, um suposto implícito de neutralidade distributiva da desvalorização. Mas, na verdade, a desvalorização só seria "neutra" se os diversos setores atingidos aceitassem, pacificamente, as alterações nos preços relativos e na distribuição do lucro e da renda, provocadas inevitavelmente pela medida. Supor isso seria admitir a supressão mágica de um dos principais mecanismos de

realimentação inflacionária e ignorar as hipóteses que sustentaram, até hoje, a persistência de fatores "inerciais" nos processos inflacionários crônicos.

É preciso admitir que uma desvalorização real do câmbio, em qualquer situação, determina uma redistribuição dos lucros a favor dos detentores de ativos voltados para a exportação e provoca mudanças no valor da riqueza e na distribuição funcional da renda, em detrimento dos devedores em moeda estrangeira e dos salários. Não é conveniente, diante de um estado de expectativas elásticas, descartar o problema, não trivial, da reação dos perdedores diante da nova configuração de preços relativos e do processo de redistribuição de renda e dos lucros. A experiência passada não recomenda crédito ao suposto de acomodação dos agentes a uma nova configuração distributiva. Muito ao contrário, as tentativas de mudanças de preços relativos e de distribuição de renda e dos lucros têm sido acompanhadas pela pronta aceleração inflacionária.

Esse estado de coisas revela a presença de expectativas elásticas, no sentido que Hicks deu a essa expressão. Ou seja, os agentes tendem a projetar nos preços e valores esperados, com intensidade mais do que proporcional, os efeitos percebidos da mudança de um preço-chave — como a taxa de câmbio ou a taxa de juros. Isso significa que, antes mesmo de se refletirem nos custos, as variações abruptas do câmbio aumentam as pressões dos agentes por uma indexação mais rápida e mais "perfeita" de seus preços e rendimentos. Esse estado de expectativas torna indeterminados a taxa de câmbio capaz de recompor o fluxo normal das exportações e o equilíbrio de mercado de divisas. Nessas circunstâncias, é muito provável que os alegados efeitos favoráveis da desvalorização cambial sobre o fluxo de capitais deixem de ocorrer, na medida em que se generalizam as expectativas de uma nova desvalorização, necessária para compensar a aceleração inflacionária.

Se essa convicção se consolidar, entre os detentores de riqueza, a desvalorização cambial pode acarretar a saída de capitais e a perda de reservas.

De qualquer maneira, a proposta de conversibilidade revela, pelas dificuldades de sua implantação, a natureza complexa da crise hiperinflacionária. A hiperinflação exprime, exatamente, uma discordância generalizada entre os agentes privados e entre estes e o Estado quanto à possibilidade de imposição e aceitação de uma norma geral e impessoal, capaz de orientar os atos de troca, a fixação

dos termos contratuais e a atribuição de valor à riqueza e aos rendimentos. É uma ilusão imaginar que a definição de uma âncora nominal – a conversibilidade da moeda a uma taxa fixa – vá eliminar os conflitos cujo desenvolvimento se dá através da crise monetária.

Pode ser até inevitável, como já foi sugerido, que a conversibilidade venha a ser adotada como um ato extremo de imposição de disciplina monetária. Mas é duvidoso que esse ato seja capaz de domar os processos sociais responsáveis pelo colapso da confiança na moeda.