

DOLARIZAÇÃO, CONVERSIBILIDADE E ESTABILIZAÇÃO: PADRÕES E POSSIBILIDADES

*Gustavo Franco**

1 - O que é dolarização

Dolarização diz respeito a dois processos que não devem ser confundidos. O primeiro é a fuga da riqueza para o dólar, provocada pelo fato de os ativos domésticos não desempenharem adequadamente a função de reserva de valor que a moeda não mais é capaz de cumprir. O segundo é a indexação de preços e salários pela taxa de câmbio, o que ocorre de forma natural em economias muito abertas, ou de forma induzida, e geralmente imperfeita, em economias onde os indexadores domésticos não são confiáveis. No fundo, a indexação pelo dólar significa que a moeda doméstica perde também a sua função como meio de pagamento.

Não é tão comum que esses dois processos ocorram simultaneamente. Nem mesmo em países como o Peru e a Argentina, onde a dolarização da riqueza se encontra bastante avançada, a dolarização de preços e salários é observada por inteiro. Na Bolívia, em contraste, bem como em outros países pequenos e abertos, preços e salários dolarizam-se com facilidade. A Áustria é o exemplo mais completo de pequena economia aberta que experimentou uma hiperinflação (em 1922), e por isso dolarizada nos dois sentidos. No Brasil, nenhuma das duas formas de dolarização é avançada, o que se deve a características próprias do País. Do ponto de vista da dolarização da riqueza, note-se que o sistema financeiro no Brasil oferece alternativas sólidas à fuga de capital, e não é por outro motivo que a dolarização da riqueza financeira no Brasil é tão menos avançada do que em outros países latino-americanos, como pode ser visto na Tabela 1.

* Professor de Economia na PUC-RJ.

Tabela 1

Composição da riqueza financeira, em relação ao PIB, na Argentina, na Bolívia, no Peru e no Brasil — 1988 e 1990

DISCRIMINAÇÃO	ARGENTINA (1990)	BOLÍVIA (1990)	PERU (1990)	BRASIL	
				1988	1990
Ativos financeiros domésticos (1)	9,2	6,1	10,0	41,0	(2)23,5
Ativos em dólar (3)	52,1	81,5	55,0	8,7	12,6

FONTE: IFS.

BACEN.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU.

MARQUES, M. S. B. & MAYER, A. (1990). A fuga de capitais no Brasil. In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPEC, 18., Brasília. Anais... Brasília.

WILLIAMSON, J. (1988). *Capital flight: the problem and policy responses* Washington, Institute of International Economics.

(1) M4. (2) Não inclui cruzados bloqueados. (3) Capital "flight" mais depósitos em dólar no próprio país.

A Tabela 1 traz valores em relação ao PIB para a riqueza alocada em ativos financeiros domésticos, inclusive moeda, e para a que está imobilizada em dólares, que se assume igual ao volume acumulado de fugas de capital que se estima terem havido nesses países, ou em depósitos indexados ou conversíveis ao dólar. O contraste entre o Brasil e os outros países é bastante evidente, embora a tendência observável nos números brasileiros seja no sentido de uma lenta dolarização. Note-se que a extensão da dolarização financeira resulta de uma combinação de abertura da economia (no sentido financeiro, o que não necessariamente é capturado pelos indicadores usuais de abertura comercial) e desenvolvimento financeiro, ou confiança no sistema de intermediação financeira local. Peru e Argentina, por exemplo, não são economias abertas como a Bolívia, mas a dolarização financeira advém de processos de desintermediação financeira (calotes sucessivos, regulamentos espúrios, limites às taxas de juros, aos prazos de aplicação e à indexação financeira, etc.). Nesse sentido, é preocupante a tendência de desintermediação financeira gerada

pelas novas regras financeiras implementadas no Brasil com o Plano Collor II.

No tocante à prática da indexação com respeito à taxa de câmbio, a experiência dos diversos países latino-americanos experimentando hiperinflação é variada, tal como pode ser visto na Tabela 2.

Tabela 2

Hiperinflações latino-americanas: correlações entre inflação, inflação passada (π_{t-1}) e taxa de desvalorização cambial ($\hat{\epsilon}_{t-1}$)

DISCRIMINAÇÃO	BRASIL		ARGENTINA		PERU		BOLÍVIA	
	π_{t-1}	$\hat{\epsilon}_{t-1}$	π_{t-1}	$\hat{\epsilon}_{t-1}$	π_{t-1}	$\hat{\epsilon}_{t-1}$	π_{t-1}	$\hat{\epsilon}_{t-1}$
Primeira meta- de (1)	0,55	0,26	0,62	0,70	0,63	0,68	0,57	0,37
Segunda meta- de	0,79	0,58	0,42	0,51	0,89	0,58	0,17	0,82
Período inte- ro (2).....	0,79	0,61	0,54	0,60	0,70	0,56	0,38	0,81

FONTE: INDEC.

BCRA (Argentina).

BACEN.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU.

MORALES & SACHS (1987). *La crisis económica en Bolivia.* (s.n.t.) (mimeo).

(1) Inclui 15 observações para a Argentina, 16 para a Bolívia, 15 para o Brasil e 10 para o Peru. (2) Os períodos considerados foram janeiro de 1988 a julho de 1990 para a Argentina; janeiro de 1983 e agosto de 1985 para a Bolívia; janeiro de 1988 a outubro de 1990 para o Brasil; e janeiro de 1989 e agosto de 1990 para o Peru.

Em qualquer economia experimentando inflação alta, a prática da indexação, formal ou informal, é bastante disseminada, o que expressa, em última instância, o fato de que os agentes econômicos não padecem de ilusão monetária. O modo como a indexação é praticada, ou seja,

o modo pelo qual os agentes identificam valores reais a partir de valores nominais, é, no entanto, bastante variado. Em economias fechadas, onde a taxa de câmbio tem pouco significado econômico, a indexação, entendida em sentido amplo, é normalmente feita a partir de índices de preços domésticos, e, como estes índices normalmente refletem a inflação já acontecida, explica-se o forte caráter auto-regressivo exibido geralmente pelas séries de taxa de inflação. Em economias abertas, a indexação é feita com respeito à taxa de câmbio, e, por isso, observa-se, geralmente, uma estreita associação estatística entre inflação e desvalorização cambial.

Essas diferenças no tocante às práticas de indexação são explicadas por fatores estruturais a cada país: grau de abertura, estabilidade da política e das práticas cambiais, legislação, etc. Essas diferenças são observáveis na Tabela 2. Note-se que os países mais abertos exibem correlações altas entre taxa de câmbio e inflação e mais altas do que a correlação entre inflação e inflação passada. Observe-se, também, que a aceleração da inflação tende a produzir dolarização, pois, para índices de inflação muito elevados, as defasagens dos índices de preço capturando a inflação passada tornam-se críticas. Isso se observa através da divisão feita na Tabela 2 entre o começo e o período final das hiperinflações.

2 - Dolarização e conversibilidade

O atrativo da dolarização, enquanto instrumento de estabilização, reside no processo de coordenação de preços e salários gerado pela indexação pelo dólar. Na medida em que todos os preços são cotados em dólar, há muito pouca confusão de preços relativos, a visibilidade do sistema de preços é maior, não há descasamento de indexadores, há poucos problemas de periodicidade, pois o dólar é um indexador diário, e, mais importante, na medida em que se fixa a taxa de câmbio, todos os preços em moeda nacional estacionam instantaneamente. Muitas inflações altas terminaram dessa forma, especialmente em economias abertas e pequenas. Quando esse não é o caso, ou seja, para países grandes como o Brasil, e também como a Alemanha de 1923, a operação desse mecanismo levanta dois problemas fundamentais.

Em primeiro lugar, há o problema de como se sustentar a taxa de câmbio, e nessa linha há vários fatores a considerar. A grande dificuldade tem a ver com a capacidade de mobilizar reservas internacionais, isto é, divisas conversíveis, de modo a se implementar a conversibilidade da moeda local a uma taxa fixa. O problema é clássico, pois trata-se exatamente do mesmo ocorrido na questão da adesão ao padrão ouro. Há três questões envolvidas.

Primeiro, qual percentagem da oferta de moeda local será efetivamente conversível? Nos gloriosos anos anteriores a 1914, o Banco da Inglaterra manteve a conversibilidade da libra com reservas que cobriam, talvez, não mais que 10% do valor da moeda em circulação, o que revelava um aspecto importante do sistema, qual seja, a confiança em que as políticas fiscal e monetária do país eram consistentes com a conversibilidade. Quando a confiança existe, a taxa de cobertura, ou seja, a percentagem da moeda efetivamente conversível, pode ser pequena. Em contrapartida, em países tradicionalmente sujeitos à instabilidade macroeconômica, as taxas de cobertura necessárias para sustentar a conversibilidade tendem a ser muito maiores, embora raramente próximas a 100%.

Segundo, qual o grau de monetização da economia que pretende dolarizar-se, ou seja, tornar sua moeda conversível? A questão envolve o tamanho das reservas necessárias relativamente ao tamanho do país. A esse respeito, é interessante notar que, com frequência, se observa que, como o valor em dólares da base monetária em um país sujeito à inflação alta é pequeno, seria fácil lastreá-la nas reservas, com isso se garantindo a conversibilidade. Todo o problema é que a quantidade de divisas necessária para a conversibilidade é dada pelo valor da base monetária a preços estáveis, que, evidentemente, corresponde a um valor consideravelmente superior ao valor da base sob hiperinflação. Se hoje a base no Brasil está em, aproximadamente, 1,5% do PIB, seu valor com inflação zero pode se multiplicar por algo em torno de 6 ou 8 vezes, dependendo, evidentemente, de qual seja a demanda por base monetária a preços estáveis. Há países onde o grau de monetização — aqui definido como a razão $M1/PIB$ a preços estáveis — é alto, e outros onde é baixo, e isso faz grande diferença quando se pensa no tamanho das reservas necessárias para se sustentar a conversibilidade. Mobilizar sob forma de reservas no BACEN um valor em dólares equivalente a 10% do PIB (considerando uma taxa de cobertura alta e um grau de

monetização moderado) em um período curto de tempo parece impossível para o Brasil. Para países pequenos é mais fácil: 10% do PIB para a Bolívia são US\$ 300 milhões, para o Brasil são US\$ 30 bilhões.

Terceiro, que esforço, em termos de comércio exterior, deve ser feito para se conseguirem as reservas necessárias para a conversibilidade? A questão envolve o grau de abertura da economia. Para uma economia onde as exportações representam cerca de 48% do PIB, mobilizar 10% do PIB em reservas significa dois meses e meio de exportações, o que não é nada complicado. Quando as exportações representam, por exemplo, 12% do PIB, o necessário seria equivalente a 10 meses de exportação, o que já não é tão fácil. Para se verificar como esse problema se relaciona com os outros dois, basta observar a fórmula abaixo:

$$R^* = \frac{TC \cdot GM}{GA}$$

A fórmula diz que as reservas necessárias para a conversibilidade (R^*) como proporção das exportações (R/X) são iguais ao produto da taxa de cobertura $TC = R/M1$ (considerando $M1$ a preços estáveis), pelo grau de monetização $GM = M1/PIB$ (também considerando $M1$ a preços estáveis), dividido pelo grau de abertura $GA = X/PIB$. Com isso, fica patente que a conversibilidade é tanto mais difícil quanto: maior a taxa de cobertura, ou seja, quanto mais instável é a economia; maior o grau de monetização; e quanto mais fechada é a economia. Em resumo, é fácil para pequenas economias abertas, pouco monetizadas e estáveis; é difícil para economias grandes, fechadas, muito monetizadas e instáveis.

3 - Dolarização em condições adversas

Países como o Brasil enfrentam condições estruturais adversas para aderir à conversibilidade, e isso se observa desde os tempos do padrão ouro. No século XIX, éramos uma economia grande e instável, embora não tão fechada e monetizada, e nossa experiência com o padrão ouro não foi das melhores. A conversibilidade foi observada apenas em períodos muito breves.

A essência do problema para países como o Brasil é o fato de que é muito difícil, senão impossível, mobilizar as reservas necessárias. A experiência mostra, todavia,

que a dificuldade pode ser contornada se o governo consegue oferecer outros ativos ao público, para que este não avance sobre os minguados dólares do banco central. Na Alemanha de 1923, o truque foi oferecer um título indexado ao próprio dólar, que o público identificou como confiável e aceitou em lugar do próprio dólar. O novo título chamava-se *rentenbriefe* e seria emitido por um novo banco, de propriedade privada e responsabilidade ilimitada (como qualquer sociedade de capital aberto), e, para cada marco emitido sob a forma de *rentenbriefe*, o banco poderia emitir um papel ao portador em pequenas denominações chamado *rentenmark*. O público rapidamente identificou o *rentenmark* como um título tão bom quanto o dólar, basicamente porque era indexado ao dólar, e, por isso, o aceitou em lugar do próprio dólar. Dessa forma, a emissão total dos marcos comuns tornou-se conversível quando a taxa de câmbio foi fixada, o lastro em dólar cobria um pedaço dessa emissão, e o *rentenmark*, outro.¹ Assim sustentou-se a conversibilidade.

Replicar essa situação para o Brasil envolve muitos problemas. É claro, em primeiro lugar, que inventar um novo papel, o papel dolarizado, que o público veja como confiável no Brasil de hoje, com todos os problemas fiscais que ainda permanecem, não seria matéria simples. Outro problema deriva-se do fato de que a indexação pelo dólar é muito pouco disseminada no Brasil. Praticamente não há salários pagos em dólar, e a indexação oficial também não mantém nenhuma conexão com o dólar. Antes pelo contrário, o espírito do programa ora em andamento no Brasil é jogar areia na indexação e, ao menos com a equipe antiga, tornar o dólar tão imprevisível quanto possível para evitar que seja usado como indexador. Para se aprofundar a dolarização, o primeiro passo seria jogar no lixo a desindexação, tal como proposta no Plano Collor II, e caminhar em sentido exatamente contrário, ou seja, aperfeiçoar o mais possível a indexação, usando um indexador confiável e amarrando-o a uma taxa de câmbio realista e que andasse de acordo com regras previsíveis. Com isso, resolve-se a bagunça de preços relativos, regularizam-se as relações contratuais e recompõe-se a visibilidade do sistema de preços. Mas,

¹ Para detalhes sobre essa experiência, ver Gustavo H. B. Franco (1989).

mesmo assim, não é certo que a fixação da taxa de câmbio possa se fazer seguir por todos os preços e salários, pois essa dolarização seria "indireta", ou seja, através do indexador oficial. Por essa razão, outros países parcialmente dolarizados tiveram de implementar mecanismos adicionais para garantir a adesão à estabilização. Em Israel, houve congelamento e acordo com a central sindical; na Alemanha, houve uma recessão muito grande e congelamento de preços públicos. No Brasil, algo desse tipo teria de ser feito, com certeza, além de, evidentemente, uma solução duradoura e transparente para as nossas mazelas fiscais.

Bibliografia

- FRANCO, Gustavo H. B. (1989). O milagre do rentenmark: uma experiência bem sucedida com moeda indexada. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, FGV, 43(3):431-50, jul./set.