

REFLEXÕES SOBRE A DOLARIZAÇÃO

*Teresinha da Silva Bello**

*João Emilio Gazzana***

Introdução

O presente trabalho tem por objetivo levantar algumas considerações sobre a questão da dolarização de economias que enfrentam altas taxas de inflação, tendo em vista as medidas adotadas pelo governo argentino — a partir de 1º de abril de 1991 foi oficializada a livre conversibilidade entre o austral e o dólar — e os rumores de que o Brasil poderia seguir o exemplo do país vizinho.

Na primeira parte, apresentam-se as funções da moeda e do crédito e discute-se a forma contraditória como o Estado intervém nesse processo, como garantidor da estabilidade da moeda. Em seguida é examinada a forma como a moeda vai perdendo a capacidade de exercer suas diversas funções. Procura-se mostrar que a dolarização tende a ser mais intensa quanto mais aberta for a economia e menos confiável o sistema de indexação. Na terceira parte, depois de algumas considerações sobre o mercado financeiro e o financiamento do "deficit" público, são levantados alguns aspectos específicos relacionados com a progressiva dolarização dos países com elevada dívida externa. É mostrada a íntima relação do processo de dolarização com a dívida externa, o "deficit" público e a inflação. O Plano Cavallo editado na Argentina é então discutido quanto à sua viabilidade, avaliando-se a possibilidade de sucesso de um plano desse tipo no Brasil. Na conclusão, apresenta-se um resumo dos argumentos, onde se demonstra a fragilidade da proposta de dolarização.

* Economista da FEE e Professora do Departamento de Economia da PUC-RS.

** Professor do Departamento de Economia da PUC-RS.

As funções da moeda e o papel do crédito

As funções clássicas atribuídas à moeda são as de meio de pagamento (intermediária nas trocas), unidade de conta (denominador comum de valor), reserva de valor e padrão de pagamentos futuros.

A generalização das trocas viu surgir a necessidade de um equivalente geral, assim reconhecido sem restrições pela sociedade. Conforme Marx, isso significa

" (...) uma mercadoria que tenha valor de uso não para um ou outro possuidor particular, mas para todos. (...) uma mercadoria que ofereça a possibilidade de ser trocada por qualquer outra (...)"
(Marx, 1975, p.220).

Essa aceitação geral permite à moeda desempenhar a sua função mais importante, a de *meio de pagamento*, sendo utilizada para a aquisição de bens e para a quitação de dívidas. Essa função depende diretamente da circulação efetiva da moeda.

Pela função de *unidade de conta* expressa-se o valor dos bens em unidades monetárias, ou seja, atribui-se um preço a cada um deles, tornando possível a comparação de mercadorias diversas. Fica estabelecido, dessa forma, um padrão de medida uniforme, através do qual se podem relacionar os mais heterogêneos bens e serviços passíveis de serem transacionados no mercado. Assim, a unidade monetária pode ser usada puramente para fins contábeis, sem a necessidade de transferência física de moeda. É o que ocorre, por exemplo, num acerto de contas entre duas empresas, quando débitos e créditos são compensados.

Já a função de *reserva de valor* representa um direito que o possuidor de moeda tem sobre bens e serviços. Em razão disso, o indivíduo que recebe moeda não precisa gastá-la imediatamente, podendo guardá-la para uso posterior. Convém lembrar que a moeda serve como um vale sobre o ativo social, um direito sobre mercadorias, que pode ser exercido a qualquer momento, apenas para os agentes econômicos individualmente considerados, mas não para a sociedade como um todo, pois o que determina a riqueza de uma nação é a sua produção e não a quantidade de moeda existente.

A moeda funciona também como *padrão de pagamentos futuros*. Os empréstimos são normalmente feitos ou expressos em unidades monetárias e não em mercadorias, o que faz com

que o valor de resgate dessas dívidas ao final do prazo contratado também seja estabelecido em dinheiro. As funções de reserva de valor e de padrão de pagamentos diferidos estão intimamente relacionados. Quando a moeda se desvaloriza, ambas as funções são afetadas, dando espaço para a utilização de moedas de países de economia estável, mercadorias ou ativos financeiros indexados. A exemplo da função de unidade de conta, a de padrão de pagamentos futuros constitui-se numa função idealizada da moeda, porque o dinheiro entra aqui apenas como referência para cálculo e expressão de valor.

"A moeda é antes de mais nada uma convenção social. Qualquer bem ou pedaço de papel que seja aceito por todos na realização de transações, que seja reconhecido como meio de pagamento e reserva de valor, pode servir como dinheiro" (Lopes, 1989, p.22).

Isso significa que o Governo não tem controle absoluto e incondicional sobre a quantidade de moeda, o que fica claro em situações de inflação elevada, na medida em que a moeda convencional vai perdendo as suas funções e sendo substituída por uma moeda alternativa que ofereça proteção contra a erosão inflacionária. É o caso dos títulos indexados, característicos da realidade brasileira, ou do uso da moeda estrangeira, como ocorre em outros países da América Latina. Em situações extremas, especialmente se o sistema de indexação não é confiável, muitas transações que envolvam pagamentos futuros podem ser referenciadas em unidades físicas de bens.

Segundo Marx, no processo de transformação da mercadoria em dinheiro e deste em mercadoria (M - D - M), uma parte de D pode permanecer como "moeda em suspenso" (Marx, 1982, p.93), pois a compra de novas mercadorias (valor de uso) pode ser fragmentada no tempo, não ocorrendo toda de uma vez. Essa propriedade da moeda é que lhe dá a condição, conforme foi dito anteriormente, de desempenhar a função de reserva de valor.

"(...) o valor de uso do ouro, que serve de dinheiro, consiste em ser portador do valor de troca, e como matéria-prima amorfa, em ser o portador do tempo de trabalho geral. No metal amorfo, o valor de troca possui uma forma imperecível" (Marx, 1982, p.93-4).

O entesouramento é uma prática adotada "(...) nas épocas em que o metabolismo social entra em crise" (Marx, 1982, p.96), já que permite a preservação do valor de troca, deixando este a salvo das oscilações sociais.

Keynes também aborda a questão do entesouramento, associando a preferência pela liquidez e o custo de conservar o dinheiro ocioso. Na concepção dele, a procura por moeda para guardar depende do nível da taxa de juros e da expectativa do comportamento futuro desta última. Assim, quanto mais alta for a taxa nominal de juros maior o custo de oportunidade de retenção de moeda (Keynes, 1964, p.219).

Altas taxas de inflação provocam a desvalorização da moeda e o aumento do custo de oportunidade de retenção do dinheiro. À proporção que os agentes econômicos procuram livrar-se rapidamente da moeda, aumenta a velocidade de circulação, tornando o estoque de meios de pagamento irrelevante como medida efetiva do grau de liquidez da economia.¹ A taxa de juros nominal, nesse caso, tende a ser mantida pelas autoridades monetárias acima das taxas de inflação com o objetivo de reter as disponibilidades e a poupança financeira no mercado de títulos, evitando a especulação com o dólar e com ativos reais. A função de reserva de valor e de padrão de pagamentos futuros deixa, assim, de ser exercida pela moeda. A preferência pela liquidez passa a ser representada, se o sistema de indexação tem credibilidade, pelas operações de curtíssimo prazo no mercado aberto. Ao invés de papel-moeda, o governo passa a fornecer à sociedade títulos indexados de liquidez imediata.

É importante levantar algumas questões sobre o papel do crédito, na medida em que este permite a circulação de mercadorias sem a necessidade física da moeda. É somente contra o produto acabado que o comprador final paga a mercadoria, fazendo com que os participantes dos vários estágios da produção tenham que fornecer a prestação de seu serviço, sem receber imediatamente a contraprestação, ou então o crédito é concedido por alguma instituição financeira que antecipa os recursos aos industriais e comerciantes.

¹ Os meios de pagamento no Brasil tiveram sua participação no PIB reduzida de aproximadamente 15% no início da década de 70 para cerca de 3% atualmente.

Os instrumentos de crédito derivados dessas relações de débito e crédito entre os participantes da cadeia produtiva e entre estes e os bancos são negociáveis, passando a circular em lugar da própria moeda, constituindo-se numa representação desta. Em algum momento, porém, o saldo desses débitos e créditos deve ser validado pela moeda, testando-se periodicamente a solvência das unidades de produção envolvidas. Se os adiantamentos existentes não são respaldados, no final da cadeia produtiva, pela venda efetiva das mercadorias, ou seja, se os capitalistas não conseguem realizar a mais-valia gerada no processo produtivo, há uma desvalorização do capital empregado, a qual, dependendo de sua magnitude, pode significar a falência das empresas, arrastando consigo os que concederam crédito. Nesses momentos de crise, aumenta a pressão para que o Estado encontre alguma forma de validar as apostas do capital, bancando os riscos e, muitas vezes, socializando os prejuízos.

É fundamental entender-se a forma contraditória como o Estado intervém nesse processo procurando garantir que a moeda e o crédito exerçam seu papel de forma a ensejar o desenvolvimento normal dos negócios.

Os interesses privados pressionam constantemente o Estado para que seja mantido, a qualquer preço, o processo de acumulação de capital, mediante a expansão dos mecanismos de financiamento, gastos destinados à criação de economias externas que viabilizem o investimento privado, concessão de subsídios e incentivos fiscais, etc. O Brasil é um exemplo claro nesse sentido.

A incapacidade da sociedade em negociar de forma ordenada todas as demandas termina por inviabilizar uma gestão fiscal e monetária compatível com a estabilidade da moeda. Ao mesmo tempo em que os capitalistas cobram do Estado a estabilidade da moeda, recusam-se a aceitar a imposição de uma disciplina fiscal e monetária que pode pôr em risco o valor dos créditos ou precipitar a insolvência dos devedores. O Estado, pressionado por todos os lados, passa a polarizar o descontentamento geral. Os agentes econômicos, então, diante do aguçamento dos conflitos e da incerteza crescente, fogem dos ativos financeiros denominados em moeda nacional, na tentativa de proteger a riqueza da aceleração inflacionária e da inevitável desvalorização (Belluzzo, 1991, p.23).

É Suzanne de Brunhoff quem afirma:

"Dicotomia, concepção quantitativa da moeda e crença idealista na onipotência e na neutralidade do Estado combinam-se nas críticas das 'más' políticas monetárias: tudo se passa como se uma quantidade adequada de moeda pudesse ser oferecida de modo autónomo por alguns altos funcionários, suscetíveis - infelizmente - de enganar-se e de emitir de mais ou de menos. Portanto, a idéia de erro em matéria de 'política monetária' mostra também uma incompreensão do papel do Estado no modo de produção capitalista e, em consequência, uma concepção idealista de sua função. Assim, em vez de ver na inflação um dos efeitos das condições de sua própria dominação econômica e política - induzida por necessidades de financiamento sem limites e que se destina a aumentar o lucro, transgredindo tanto quanto possível toda lei do valor - o capitalismo tem necessidade de apresentar a inflação como um mal cuja origem é alheia a seu 'funcionamento normal'" (Brunhoff, 1978, p.158-9).

A perda das funções da moeda nacional frente à inflação: indexação e dolarização

A primeira função a ser afetada é a de reserva de valor e, por consequência, a de padrão de pagamentos futuros. A aceleração da inflação e principalmente a sua imprevisibilidade vão fazendo, também, com que a moeda deixe de ser padrão para medida de valores, dificultando sua utilização como unidade de conta. Quando a depreciação atinge uma velocidade muito grande - o que ocorre em casos de hiperinflação -, a moeda pode até mesmo perder sua condição de meio de pagamento.

Em economias com um elevado grau de abertura para o Exterior - o que lhes permite realizar uma proporção significativa de suas operações em dólares -, as funções de reserva de valor e de unidade de conta podem facilmente ser preenchidas pelo dólar, embora a função de meio de pagamento ainda permaneça como privilégio da moeda nacional, pelo menos até que os índices inflacionários atinjam limites estratosféricos. Desse modo, mesmo que o dólar passe a constituir-se como unidade de conta e reserva de

valor, "(...) os pagamentos são fisicamente feitos ainda em moeda nacional" (Franco, s.d., p.12).

No caso de economias fechadas, a dolarização não consegue avançar além de um certo nível. O tamanho restrito do mercado de câmbio torna a taxa de câmbio mais suscetível a variações abruptas em resposta a movimentos especulativos, fazendo com que o preço da moeda estrangeira tenda a movimentar-se aos saltos. Essas variações reais significativas nos preços do dólar acabam por tornar-se um obstáculo à dolarização, já que impedem a moeda estrangeira de refletir adequadamente o preço das mercadorias, prejudicando a normalidade das transações no mercado.

Um outro aspecto que se refere à dolarização de economias fechadas está ligado a segmentos da renda do país que encontram dificuldades em dolarizar-se, como é o caso dos salários. Isso se explica porque, sendo a economia mais fechada ao Exterior, a maioria das empresas não opera em dólares, ou seja, suas vendas são feitas em moeda nacional. Desse modo, fica difícil haver um "descasamento" entre seus preços e seus custos (Franco, s.d., p.10).

No caso das economias abertas, o faturamento de muitas empresas se dá em dólares, o que lhes permite aceitar de modo mais fácil a dolarização da folha de salários.

Essa dificuldade em substituir a moeda nacional por outra na sua função de unidade de conta – seja pelas elevadas oscilações de preços registradas pelo dólar em nível interno, seja pelo temor em divorciar os preços dos custos – leva essas economias fechadas a se utilizarem de outros indexadores capazes de lhes permitir "(...) fixar preços, entender os valores, perceber quanto custam as coisas" (Franco, s.d., p.10).

Na ausência de aplicações indexadas ou havendo desconfiança quanto à proteção que essas aplicações ofereçam contra a inflação efetivamente observada, os agentes econômicos podem ser levados a fugir do mercado financeiro, comprando ativos reais ou moedas estrangeiras. Esse movimento, se generalizado, significa a falência da moeda nacional e o desencadeamento da hiperinflação. Esse aspecto especulativo da fuga para mercadorias se, de um lado, leva ao aumento do nível de atividade e de emprego num primeiro momento, de outro, provoca grandes distorções na estrutura econômica, conforme pode-se depreender da descrição de Bresciani-Turroni, referindo-se à Alemanha nos anos 20:

"As lojas vendiam todo seu estoque (...) Os alemães, bastante agitados com a queda do marco,

compravam o que podiam a qualquer preço, simplesmente para trocar seu dinheiro por valores materiais (...) As indústrias metalúrgicas estavam trabalhando a todo vapor (...) Mesmo a indústria automobilística teve um pique de prosperidade (...) A indústria química se beneficiava com a prosperidade das firmas têxteis (...) os agricultores alemães continuavam a comprar máquinas (...)” (Bresciani-Turroni, 1989, p.101).

“(...) a Alemanha saiu do período da inflação com uma quantidade maior de bens de produção do que os existentes quando a inflação começou” (Bresciani-Turroni, 1989, p.104).

No período de estabilização monetária, descobriu-se que “(...) a inflação monetária havia provocado uma vasta imobilização de capital na unidade de produção fixa e em certos materiais básicos ou subsidiários” (Bresciani-Turroni, 1989, p.215).

O mesmo autor atribui a um industrial alemão a seguinte declaração: “Temos algumas fábricas imensas que não valem um tostão (...) devemos considerar definitivamente perdido o capital imprudentemente investido nessas fábricas” (Bresciani-Turroni, 1989, p.216).

A existência de um indexador confiável permite evitar, amenizar, ou pelo menos adiar essa fuga especulativa para ativos reais, tornando possível restabelecer-se um parâmetro objetivo no sentido de orientar os agentes econômicos quanto às suas decisões de fixação de preços. Ela também possibilita que o processo inflacionário ocorra de modo menos traumático.

É importante salientar, porém, que todo processo inflacionário implica perdas para alguns segmentos da população, mesmo que a economia esteja indexada, já que a indexação não se dá de forma homogênea e simultânea para todos os agentes econômicos e vai depender do poder de repassar as perdas para as demais parcelas da população e da rapidez com que essas perdas são repassadas.

A indexação apenas desloca para a frente o problema da inflação, sem conseguir resolvê-lo. Na verdade, a generalização da indexação tende a aguçar o conflito distributivo, porque as transferências de renda propiciadas pela inflação agora passam a depender da aceleração da inflação. A indexação mensal dos salários e a indexação dos tributos, por exemplo, fazem com que as empresas reduzam o tempo entre os reajustes de preços e/ou realizem aumentos

de preços acima da inflação passada para compensar o aumento do peso dos salários e tributos em sua estrutura de custos.

O índice de preços reflete a inflação passada. Quando a taxa de inflação está em crescimento, a inflação corrente tende a ser mais alta do que a expressa pelos índices, o que provoca perdas para os aplicadores no mercado financeiro. Na visão de Pérsio Arida:

"Quando a inflação se acelera é perfeitamente possível que a poupança, mesmo sendo corrigida pela inflação do mês, fique negativa. Quer dizer, o conforto da indexação é menor do que parece, e a noção de que no fundo estejamos protegidos é uma noção falsa, já que a inflação corrói o mecanismo da indexação pela aceleração, mesmo nos casos em que existe indexação diária" (Arida, s.d., p.71).

Esse fato acaba fazendo com que os agentes econômicos comecem a desconfiar do sistema de indexação, surgindo a ameaça de fuga das aplicações denominadas em moeda nacional. No caso da Hungria, um dos casos clássicos de hiperinflação depois da Segunda Guerra Mundial, na medida em que o Pengo Fiscal, semelhante ao brasileiro BTN Fiscal, não mais conseguiu corrigir o seu valor na velocidade de alta dos preços, ocorreu a generalização da circulação de moedas estrangeiras e a sua utilização até mesmo como meio de pagamento.

Assim, a partir do desencadeamento do processo inflacionário a moeda nacional vai sofrendo uma perda de funções, as quais, na ausência ou desconfiança do sistema de indexação, podem ser gradativamente absorvidas por outras moedas (geralmente o dólar) num processo de "exogeneização", isto é, de um afastamento da tutela das autoridades monetárias nacionais. Mesmo que ocorra parcialmente, essa inserção do dólar dentro do espaço antes ocupado pela moeda nacional acaba por reduzir o campo de atuação das autoridades monetárias, pois passa-se a um processo de substituição da moeda que ultrapassa, inclusive, o da fuga de capitais. A moeda nacional começa por afastar-se da sua função de reserva de valor, a qual passa a ser exercida pelo dólar ou pelos títulos indexados a essa moeda. Entretanto o processo de substituição da moeda nacional por dólar não pára por aí. A perda de função também se estende à de padrão de preços, com as mercadorias dentro do país tendo seus preços cotados em dólar. A perda da

função de unidade de conta é apreciada por Salama, nos seguintes termos:

"O abandono desta função por parte da moeda nacional atinge em geral e primeiramente os bens de equipamento, certos bens duráveis especialmente caros, e, quando a inflação aumenta, um número mais significativo de bens" (Salama, 1989, p.19).

Ao invés de se alterarem os preços, alteram-se as cotações do dólar, e o preço dessas mercadorias é obtido pela taxa de câmbio do dia.

A função de meio de pagamento também vai deixando de ser exercida pela moeda nacional e gradualmente passa a ser desempenhada pela moeda forte. Do mesmo modo que a perda de padrão de preços se inicia a partir das mercadorias de valor mais elevado, a função de intermediária de trocas começa nas transações de bens mais caros, estendendo-se posteriormente aos produtos de preços menores.

Dentre todas as funções de moeda, como já foi referido anteriormente, a mais importante é a de meio de pagamento, visto que é através dela que a mercadoria realiza seu preço. É somente quando essa função se transfere ao dólar que uma economia pode ser considerada totalmente dolarizada. Caso contrário, mesmo que este já venha sendo utilizado como padrão de preços, ele ainda não é moeda nacional. Para que tal ocorra, porém, é preciso que haja disponibilidade de dólares em nível interno, capaz de suprir todas as necessidades de pagamento da economia, cuja moeda esteja sendo trocada pelo dólar. Isto porque, caso a quantidade de dólares disponíveis não seja suficiente, a realização — ou seja, o ato de pagar pela mercadoria — será prejudicada, impedindo o funcionamento da economia.

"(...) esse equivalente geral precisará existir em volume suficiente, ou seja, agir como meio de pagamento e não somente como padrão de preços, pois do contrário a economia não poderá continuar funcionando (...)" (Basso, 1990, p.137).

O processo de dolarização de uma economia vai contemplar, pois, a ocorrência de dois fenômenos: a indexação das principais transações pela taxa de câmbio — esta passa a ser o indexador básico da economia — e a realização em dólares dessas transações.

Quando o processo de dolarização se completa,

"(...) o estoque de dólares para transações domésticas (dólares existentes dentro das fronteiras do País e depósitos no exterior utilizados como meio de pagamento para as transações domésticas), excede o estoque de ativos monetários denominadas em moeda nacional, que pode ser identificado com M1. Quando isto acontece, a moeda nacional perde grande parte de sua importância embora continue a existir e a desempenhar um papel — os salários e os impostos continuam a ser pagos em moeda nacional — a dolarização torna-se quase total" (Pereira & Ferrer, 1991, p.5).²

Aspectos a considerar em um processo de dolarização

Algumas considerações preliminares sobre o mercado financeiro e o financiamento do "deficit" público devem ser feitas para que melhor se possa entender os efeitos de um processo de dolarização sobre as economias brasileira e argentina.

Na medida em que os agentes econômicos procuram fugir da perda do poder aquisitivo da moeda e aumenta o temor de desvalorização da riqueza conservada sob forma de aplicações financeiras, tende a desenvolver-se um mercado de títulos de curto prazo e liquidez imediata. Esse mercado passa a abrigar as disponibilidades de uso corrente e a própria poupança financeira. Verifica-se, assim, a justa posição de dois fenômenos correlatos. De um lado, a fuga do M1 e, de outro, o encurtamento dos prazos do M4, transformando todas as aplicações financeiras em moeda indexada. Torna-se, assim, impossível distinguir disponibilidade de uso corrente da poupança propriamente dita.

No caso da Argentina, que não chegou a desenvolver um sistema de indexação formal como o Brasil, a redução do M1

² Apenas para esclarecer:

M1 = meios de pagamento = moeda em poder do público + depósito à vista;

M2 = M1 + títulos públicos federais em circulação;

M3 = M2 + depósitos de poupança;

M4 = M3 + depósitos a prazo.

e a busca de proteção da poupança financeira resultaram num processo acelerado de dolarização. Até 1975, o M4 representava cerca de 25% do PIB argentino. Em fevereiro de 1990, o M4 era inferior a 5%. Calcula-se que os ativos financeiros no Exterior, mais as aplicações em dólares no interior do País, representavam um valor 10 vezes maior do que o total das aplicações denominadas em austrais, o que demonstra a dolarização da economia argentina (Pereira & Ferrer, 1991, p.10).

Nos países de economia estável, títulos de longo prazo só podem ser massivamente transformados em moedas mediante substancial perda de capital. Isso não ocorre no Brasil, onde a dívida pública é rolada em bases diárias com rendimento diário e juros reais, podendo ser sacada a qualquer momento sem maiores ônus para o aplicador. Essa massa de liquidez, continuamente valorizada, pode deslocar-se repentinamente para a compra de bens, ouro ou dólar, bastando para isso que ocorra uma crise de confiança dos agentes econômicos.

Na economia brasileira, a atualização diária dessas aplicações leva ao crescimento da oferta monetária a partir do conceito mais amplo de M4. A inflação do mês em curso passa a determinar o estoque de moeda do mês subsequente, tornando cada vez menos relevante a análise do M1, a variável sob controle mais direto das autoridades monetárias.

A capacidade de fazer política monetária resta, pois, praticamente nula, considerando-se que o Banco Central, para conter a expansão da base monetária, coloca títulos de liquidez imediata no mercado, o que, praticamente, em nada altera o potencial de pressão dos agentes econômicos sobre os ativos reais e sobre a moeda estrangeira.

Nesse sentido, pode-se afirmar que o "deficit" público é inflacionário no Brasil e na Argentina pela incapacidade do Governo em financiar-se mediante a colocação de títulos de médio e longo prazos. Assim, o encurtamento de prazos no mercado financeiro deixa clara a perda da capacidade de financiamento do Estado. Nas palavras de Francisco Lopes:

"Sabemos que do ponto de vista da geração da inflação não é a dimensão do "deficit" que importa, mas a dimensão da parte do "deficit" que não se consegue financiar através de dívida pública de médio e longo prazos" (Lopes, 1989, p.24).

Outro aspecto a ser considerado é o problema da dívida externa, já que as políticas de combate à inflação e os chamados choques heterodoxos aplicados no Brasil e na Argentina "(...) subestimaram a influência do serviço da dívida sobre os níveis da inflação e da atividade econômica" (Salama, 1989, p.9).

O endividamento externo e a transferência de parcela apreciável da dívida externa privada para o setor público, a partir da segunda metade da década de 70, causaram a dolarização do orçamento do Estado. Assim, na medida em que a quase-totalidade da dívida externa, tanto no Brasil quanto na Argentina, é de responsabilidade do setor público, o pagamento dos encargos externos passou a ser cada vez mais uma questão de ordem fiscal, ou seja, ao "superavit" comercial destinado à geração de divisas para os pagamentos externos deve corresponder um "superavit" fiscal, através do qual o Governo gera recursos orçamentários para a compra dos dólares junto ao setor exportador. Conforme já foi salientado, incapaz de equilibrar suas contas, o Estado recorre às emissões e/ou à colocação de títulos indexados de curto prazo e liquidez imediata, desencadeando o processo de internalização da dívida externa. Segundo Salama, "(...) os mecanismos que ligam a dívida externa à dívida interna estavam assim lançados: o aumento da dívida externa gerava um aumento da dívida interna e as maxidesvalorizações acirravam este movimento" (Salama, 1989, p.67).

No Brasil, a decisão de pagar os atrasados e retomar os pagamentos da dívida externa a partir de 1988 determinou um expressivo aumento no saldo da dívida pública interna, agravado pela sustentação de um patamar de juros reais muito elevados, o que explica, em grande parte, a crise hiperinflacionária do final do Governo Sarney.

É importante lembrar, adicionalmente, que as desvalorizações cambiais afetam as margens de lucro das empresas devedoras em moeda estrangeira, induzindo à elevação de preços. A dolarização do passivo, por outro lado, leva a empresa, quando possível, a exportar mais e/ou a aumentar a dolarização de seu ativo, comprando no mercado financeiro títulos indexados ao dólar (Salama, 1989, p.71). Ao mesmo tempo, a dolarização do passivo das empresas estatais leva à recomposição periódica dos preços e tarifas públicas, como petróleo, aço, energia elétrica, telecomunicações e outros, disseminando pressões adicionais de custos na economia, ou, na ausência dessa recomposição, ao aumento do "deficit" público.

Quando um país aumenta sua conexão com o sistema financeiro internacional, o Governo perde graus de liberdade na execução da política monetária. A taxa de juros nacional e a taxa de câmbio não são variáveis independentes. No Brasil, já a partir de meados da década de 70, foram praticadas políticas de taxas de juros reais elevadas, com o objetivo de tornar mais atrativa a tomada de recursos no Exterior. Quando cessou a entrada de dinheiro novo e o País foi obrigado a gerar grandes "superavits" na balança comercial, a taxa de juros passou a ser uma variável estratégica para desestimular a especulação com a moeda estrangeira e garantir a atratividade dos títulos do Tesouro colocados no mercado para financiar a compra de divisas dos exportadores. Por sua vez, o aumento dos encargos financeiros induz à redução do salário real e/ou do emprego, a fim de compensar a elevação dos custos das empresas e das despesas do próprio Governo, ensejando uma maior transferência de renda para os credores nacionais e internacionais.

Conforme Salama, o "superavit" comercial transforma a relação $C+I+X = C+S+M$ ("ex-post") em $I+X-M = S$,³ o que significa $S > I$ (Salama, 1989, p.80). Nesse contexto, vários aspectos devem ser ressaltados:

- a) esse excesso de poupança ($S > I$) corresponde a uma transferência líquida para o Exterior;
- b) a liquidez interna continua sendo alimentada pela conversão da moeda estrangeira, originada do saldo comercial em moeda local, ou em títulos indexados;
- c) a recessão possibilita o aumento das exportações e a drástica redução das importações;
- d) a redução das importações de componentes e bens de capital que embutem tecnologia de ponta diminui a competitividade das empresas nacionais, ao dificultar o aumento da produtividade;
- e) a capacidade de investimento do Estado é sufocada pelo peso dos encargos das dívidas interna e externa.

³ C = consumo I = investimento S = poupança
X = exportações M = importações

Dessa forma, segundo Salama:

"Em termos contábeis, o serviço da dívida na forma de transferências líquidas só pode ser assegurado sob duas condições: formação de uma poupança suplementar e de um excedente de divisas. A primeira passa pela aceleração da inflação e a segunda pelo saldo comercial positivo" (Salama, 1989, p.80).

Assim sendo, o aumento das exportações e a contração das importações, para alcançar um "superavit" comercial na magnitude requerida, pelos pagamentos externos e a manutenção de um saldo adequado de reservas em moedas fortes, levam à redução dos investimentos e à queda da taxa de crescimento. A inflação viabiliza as transferências de renda necessárias à socialização dos ônus dos encargos das dívidas.

Constata-se, pois, que dívida externa, dívida interna e hiperinflação são fenômenos inter-relacionados, pelo menos na evolução das crises argentina e brasileira. A perda da credibilidade da moeda nacional e a conseqüente dolarização aparecem, nesse contexto, associadas à questão da dívida externa desses países.

O governo argentino instituiu, em abril passado, o chamado Plano Cavallo de conversibilidade, com o objetivo, justamente, de derrubar a inflação e alcançar a estabilidade da moeda. De acordo com esse plano, o Banco Central só poderá emitir austrais com base nas suas reservas de divisas estrangeiras em moeda forte. Essas reservas, de acordo com as autoridades, equivalem ao saldo da base monetária. Ficou estabelecida livre conversibilidade de dólares por austrais a uma taxa de câmbio fixa de 10.000 austrais por dólar.

Espera-se que, a partir da sustentação desses pressupostos, qualquer desequilíbrio seja corrigido automaticamente pelo mercado. Assim, um aumento da demanda interna que cause um crescimento de importações e uma queda das reservas externas levará o Banco Central a reduzir a base monetária, elevando-se a taxa interna de juros. Os juros altos desestimulam a demanda e induzem os detentores de moeda estrangeira a vendê-la a autoridades monetárias para se habilitarem a realizar aplicações financeiras em austrais, aproveitando-se das melhores condições de remuneração.

Esse retorno às regras do padrão ouro e essa confiança no automatismo do mercado, a exemplo dos vários planos dos últimos anos, subestimam novamente o peso da questão externa e os conflitos de interesse, que têm obstaculizado soluções definitivas para os impasses existentes,

Num projeto de dolarização nos moldes argentinos, com a taxa de conversibilidade prefixada, as autoridades econômicas devem ter em conta a taxa de câmbio real, não apenas em relação ao dólar, mas a partir de uma cesta de moedas da qual fazem parte os principais parceiros do país.⁴

Caso tal não ocorra, corre-se o risco de ter a moeda nacional subvalorizada ou sobrevalorizada, cujas maiores implicações podem ser, no primeiro caso, um aumento nas pressões inflacionárias e, no segundo, um incremento nas importações e desestímulo às exportações. A sobrevalorização pode trazer problemas não somente ao balanço de pagamentos como ao próprio Banco Central, já que perdas de reservas podem comprometer a livre conversão. Num caso extremo, o aumento ilimitado das importações e/ou queda das exportações, bem como um incremento na saída de divisas por outros motivos (serviço da dívida, por exemplo), levará a uma diminuição do nível das reservas, comprometendo a sustentação da conversibilidade.

Além disso, o estabelecimento de um tipo de câmbio fixo, atrelado à base monetária, conduz, inevitavelmente, a maiores distorções nos preços, já que, agora, a inflação ocorrerá em dólares. Para que o nível de preços seja mantido estável, os conflitos internos terão que ser resolvidos apenas através de alterações na estrutura dos preços relativos, ou seja, para que alguém ganhe, outro terá que perder.

Também a pressão dos credores externos não pode ser esquecida, pois qualquer acordo com estes, que implique a retomada dos pagamentos, irá afetar o nível das reservas externas do país.

Considerando que, tanto no Brasil quanto na Argentina, a dívida externa é predominantemente de responsabilidade

⁴ Entende-se por taxa de câmbio real a relação entre a taxa de câmbio nominal e a taxa de paridade:

$$\text{taxa real} = \frac{\text{taxa de câmbio nominal}}{\text{taxa de paridade}} \cdot 100$$

A taxa de câmbio nominal corresponde ao número de unidades de moeda nacional por unidade monetária estrangeira.

A taxa de paridade relaciona-se com as variações de preços internos e externos:

$$\text{taxa de paridade} = \frac{\text{índice de preços por atacado no País}}{\text{índice de preços por atacado da cesta de moedas dos principais parceiros}} \cdot 100$$

do setor público, cabe destacar que a retomada dos pagamentos externos deve ter em conta os seguintes aspectos:

- a) manutenção das reservas no patamar mínimo requerido pela conversibilidade, o que implica manter um "superavit" comercial compatível;
- b) geração de um "superavit" orçamentário compatível com o valor das divisas que o setor público deve adquirir do setor exportador para fazer frente ao pagamento dos juros e/ou capacidade de endividamento interno a médio e longo prazos.

Ao mesmo tempo, convém ter presente que a liquidez imediata que caracteriza o mercado financeiro, principalmente no caso do Brasil, coloca em dúvida se um volume de reservas igual à base monetária, ou mesmo dos meios de pagamento, seria suficiente para estabelecer o necessário grau de confiança dos agentes econômicos, quando se sabe que, atualmente, o M1 significa menos de 1/4 do M4, isto sem contar o retorno dos cruzados novos bloqueados, o que implicará um aumento expressivo da liquidez.

Um aspecto da maior importância é que a conversão obrigatória a uma taxa fixa juntamente com a livre circulação interna do dólar assemelha-se à volta do padrão ouro, prática já abandonada no início da década de 30. O argumento utilizado para o abandono do lastro ouro foi, entre outros, o de que a oferta monetária e o crédito ficavam limitados, dificultando a expansão dos negócios.

Estabelecendo-se uma equivalência entre o estoque de dólares em reserva e o estoque disponível de moeda nacional, fica impossível aumentar automaticamente a emissão para financiar "deficits" fiscais ou para acomodar custos.

Caso o equilíbrio fiscal exigido venha a ser feito via aumentos na arrecadação, deverá contemplar as reais possibilidades dos contribuintes de terem aumentada sua carga tributária, o que pode gerar conflitos internos na tentativa de uma classe tentar imputar a outra sua parcela dos impostos aumentados.

Se o "deficit" público for mantido e a base monetária não se alterar, o inevitável crescimento da dívida pública acabará por "extinguir" o setor privado, absorvendo parcelas crescentes da poupança, que poderiam financiar novos investimentos feitos pela iniciativa privada.

Por outro lado, caso o orçamento dos governos venha em busca do equilíbrio pela via da contenção de despesas, é importante que a sociedade como um todo possa opinar

sobre quais os tipos de gastos a serem reduzidos: financeiros, sociais, produtivos, etc.

Também não há como acomodar aumento de custos internos — salários, matérias-primas, juros, etc. — através de uma desvalorização cambial como era feito no passado. No caso das exportações — cuja competitividade externa sempre se deu via incentivos fiscais, cambiais e creditícios e muito pouco devido a aumentos de produtividade —, a inflexibilidade nas desvalorizações da moeda certamente vai exercer uma pressão desestimuladora. Tal fato, aliado a prováveis aumentos nas importações, refletir-se-á sobre o nível das reservas externas do País, criando uma contradição, já que qualquer expansão monetária deverá estar baseada no lastro depositado no Banco Central.

Uma saída para a crise nas reservas está na obtenção de novos financiamentos externos e/ou entrada de capital de risco. Porém, dada a atual conjuntura econômica, pelo menos no caso brasileiro, não há possibilidade concreta de reversão do quadro de dificuldades na captação externa a curto prazo, o que torna essa alternativa de saída improvável de ser levada a termo. Considere-se, ainda, que a vinda de capital externo é um fator exógeno, ou seja, não depende apenas da vontade e das políticas internas adotadas, mas também da decisão dos outros países de aqui aplicarem seus recursos.

Sem acordo externo e sem financiamento internacional, o País terá que continuar gerando grandes "superavits" comerciais, o que torna muito difícil a manutenção de uma taxa fixa de câmbio. Ao mesmo tempo, é necessária a geração, ao longo dos próximos anos, de "superavits" fiscais compatíveis com a compra de divisas pelo setor público para atender ao serviço da dívida. Uma alternativa pode ser o endividamento interno de médio e longo prazos, o que é inviável devido à falta de credibilidade dos papéis do Governo no mercado. A geração do "superavit" fiscal na magnitude requerida pelos pagamentos externos é ainda mais difícil, se for levada em conta que a infra-estrutura econômica e social argentina, a exemplo da brasileira, está a exigir pesados investimentos até mesmo para viabilizar a recuperação da competitividade dessas economias no mercado internacional.

Conclusão

O poder de tributar e de decidir sobre gastos e, ao mesmo tempo, a capacidade de regular a moeda e o crédito dão ao Estado condições de influir decisivamente sobre a atividade econômica, discriminando entre setores e afetando as condições de rentabilidade das empresas. Isto faz com que o Estado se transforme no centro das pressões das diferentes frações do capital e, ao mesmo tempo, no polarizador do descontentamento geral.

A incapacidade da sociedade em estabelecer prioridades sobre a destinação dos recursos escassos acaba inviabilizando uma gestão fiscal e monetária compatível com a estabilidade da moeda. No Brasil e na Argentina, o endividamento público permitiu acomodar os conflitos durante um certo tempo. A partir de 1982, porém, o problema agrava-se diante da necessidade de gerar grandes "superávits" comerciais e de um ajuste de grande magnitude nas finanças públicas, na medida em que cerca de 90% da dívida externa é de responsabilidade do setor público. A dificuldade do Estado em fazer frente a todas essas demandas levou à expansão desordenada dos gastos e, particularmente no Brasil, a um processo de internalização da dívida externa, ou seja, o Governo passou a cobrir seu "deficit" via emissão descontrolada de moeda indexada.

A manipulação dos índices de correção monetária e a própria defasagem desses índices face à aceleração da inflação no caso do Brasil e à inexistência de um sistema de indexação formal no da Argentina, tudo isso agravado pelos riscos de uma explosão hiperinflacionária, foi induzindo à fuga das aplicações denominadas em moeda nacional em favor dos ativos reais e da moeda estrangeira. A fuga de capitais atingiu proporções muito maiores na Argentina, mas intensificou-se no Brasil, nos últimos anos.

Assim, a dolarização é um fenômeno que ocorre a partir da perda de confiança na moeda e nas aplicações financeiras denominadas em moeda nacional. A substituição da moeda nacional pela moeda estrangeira representa o ponto culminante de uma crise hiperinflacionária, caracterizando, mais do que a falência do setor público, a falência do próprio Estado. Nesse sentido, o Plano Cavallo implantado na Argentina e as propostas de dolarização da economia brasileira visam restabelecer a confiança na moeda nacional, evitando a sua substituição pela moeda estrangeira.

O plano argentino de conversibilidade pretende, na verdade, "australizar" a Argentina.

Entretanto, enquanto os problemas do "deficit" público, da dívida externa e da capacidade de financiamento do Estado não estiverem equacionados, a própria conversibilidade permanecerá sob suspeita, e a credibilidade da moeda nacional continuará em xeque. Além disso, quem está garantindo a conversibilidade é o próprio Governo, exatamente quem detém o poder para não cumpri-la ou revogá-la, diante de qualquer dificuldade que venha a surgir relativamente ao orçamento fiscal ou ao balanço de pagamentos.

Cabe ainda lembrar que o pressuposto de qualquer plano de recuperação da economia desses países é o dismantelamento das alianças internas, que transformaram o Estado num sistema cartorial de sustentação de privilégios e de socialização de prejuízos, o que está na origem tanto da depreciação da moeda quanto das dívidas interna e externa que imobilizam o setor público.

Saliente-se, finalmente, que a melhoria da produtividade e o aumento da competitividade no mercado internacional não dependem só das empresas, mas também da melhoria da infra-estrutura econômica e social do País, o que exige investimentos públicos e conflita com a pressão para obtenção de "superavits" fiscais ao longo dos próximos anos. Sem esses investimentos, os países endividados estarão condenados à estagnação e à exclusão das transformações em curso no âmbito mundial.

Bibliografia

- ARIDA, Persio (s.d.). A estagnação interna: reservas para pagar a dívida interna. In: NASSIF, Luis, org. *Hiperinflação*. São Paulo, Dinheiro Vivo. p.69-77.
- BASSO, Leonardo Fernando Cruz (1990). Cruzado versus dólar. Qual a verdadeira moeda brasileira? *Revista de Economia Política*, São Paulo, Brasiliense, 10(1):133-9, jan./mar.
- BELLUZZO, Luiz G. (1991). A destruição da moeda. *Isto é Senhor*, São Paulo, Três, (1133):23, 12 jun.
- BRESCIANI-TURRONI, Constantino (1989). *Economia da inflação: o fenômeno da hiperinflação alemã nos anos 20*. Rio de Janeiro, Expressão e Cultura. 232p.

- BRUNHOFF, Suzane de (1978). *A política monetária: um ensaio de interpretação marxista*. Rio de Janeiro, Paz e Terra. 176p.
- FRANCO, Gustavo (s.d.). Os casos clássicos de hiperinflação. In: NASSIF, Luis, org. *Hiperinflação*. São Paulo, Dinheiro Vivo. p.1-24.
- KEYNES, John Maynard (1964). *Teoria geral do emprego do juro e do dinheiro*. Rio de Janeiro, Fundo de Cultura. 366p.
- LOPES, Francisco (1989). *O desafio da hiperinflação*. Rio de Janeiro, Campus. 90p.
- MARX, Karl (1975). *O capital*. 4.ed. Rio de Janeiro, Zahar. /Edição resumida por Julian Borchard/. 395p.
- (1982). *Para a crítica da economia política*. São Paulo, Abril Cultural. 242p. (Os Economistas, 2).
- PEREIRA, Luis Carlos Bresser & FERRER, Aldo (1991). Dolarização crônica: Argentina e Brasil. *Revista de Economia Política*, São Paulo, Brasiliense, 11(1):5-15, jan./mar.
- SALAMA, Pierre (1989). *Dolarização*. São Paulo, Nobel. 116p.
- (1987). Dolarizações e heterodoxia na América Latina. *Revista de Economia Política*, São Paulo, Brasiliense, 7(3):43-65, jul./set.