

A ARMADILHA DA DOLARIZAÇÃO

Paulo Nogueira Batista Jr.^(*)

Resumo

Este artigo discute reformas monetárias que envolvem algum tipo de "dolarização" da economia, examinando os elementos centrais dessa abordagem e, em especial, a possibilidade de aplicá-la ao Brasil. Argumenta-se que a despeito de impactos favoráveis no curto prazo, este tipo de programa de estabilização traz seqüelas graves no médio e longo prazos e é particularmente inadequado para uma economia com as características da brasileira.

Palavras-chave

reforma monetária, inflação, âncora cambial, conversibilidade, soberania monetária

Abstract

This paper discusses monetary reforms that involve some kind of "dollarization" of the economy, examining the basic elements of this approach and, in particular, the possibility of applying it in Brazil. It is argued that despite favourable short term effects, this type of stabilization program produces serious adverse consequences in the medium to long term and is especially inappropriate for an economy such as Brazil's.

Key words

monetary reform, inflation, exchange rate anchor, convertibility, monetary sovereignty

O autor é Economista da Fundação Getúlio Vargas, em São Paulo.

(*) Trabalho concluído em fevereiro de 1994. Carolina Moretti Fonseca auxiliou no levantamento de informações e na elaboração das tabelas; Christian Michel Etlin, na revisão e edição do texto. Marisa Teixeira Pinto, diretora da biblioteca do United States Information Service - USIS, em São Paulo, ajudou na localização de alguns dos documentos utilizados. Parte da pesquisa contou com o apoio financeiro do Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento - PNUD.

A prolongada e aguda instabilidade da moeda brasileira vem despertando um interesse cada vez maior por modalidades de reforma monetária que envolveriam algum tipo de "dolarização" da economia. Esse interesse encontra respaldo no aparente sucesso de experiências do gênero em alguns países latino-americanos, apoiadas tácita ou expressamente pelo governo americano e pelos organismos multilaterais de crédito, e nas indicações de que a extensão desse receituário ao caso brasileiro também não seria vista com maus olhos no exterior.

O propósito do presente trabalho é discutir a viabilidade dessa abordagem, examinando os seus elementos centrais e, em especial, a possibilidade de aplicá-la ao Brasil. A relevância da discussão aumentou com a divulgação, pelo ministro Fernando H. Cardoso, em 7 de dezembro último, de um programa de estabilização que aponta na direção da dolarização.

Não se pretende avaliar neste trabalho todos os efeitos dos processos de dolarização que, como se sabe, afetam a economia sob os mais variados pontos de vista. As considerações abaixo apresentadas parecem suficientes, contudo, para desencorajar qualquer tentativa desse tipo em uma economia com as características da brasileira.

1. Conceitos de Dolarização

O termo "dolarização" tem sido usado de forma vaga ou imprecisa, o que dificulta uma discussão ordenada da questão. O primeiro passo, portanto, é defini-lo claramente, explicitando os elementos centrais das reformas de cunho dolarizante.

O termo possui dois sentidos básicos que conviria distinguir desde logo. Pode designar, por um lado, a tendência espontânea dos agentes econômicos, que se manifesta no plano microeconômico, de substituir a moeda nacional pelo dólar após um período de inflação elevada. Por outro lado, pode designar a utilização da moeda estrangeira como ponto central de referência ou elemento básico de um programa de estabilização macroeconômica.

No primeiro sentido, a dolarização constitui uma espécie de reforma monetária produzida pelo mercado, isto é, um processo sem coordenação central pelo qual a moeda doméstica vai sendo abandonada progressiva-

mente como unidade de conta, padrão para pagamentos diferidos, reserva de valor e até mesmo meio de troca. Esse processo é, em alguma medida, uma conseqüência espontânea e inevitável da inflação crônica, mas pode ser apressado ou induzido por decisões específicas do governo, como vem acontecendo no Brasil no passado recente. Por exemplo: ao alinhar a desvalorização diária da taxa cruzeiro/dólar à inflação doméstica o Banco Central assegura a constância do poder de compra interno do dólar e facilita a sua utilização como unidade de conta e reserva de valor; ao recorrer em grande escala a títulos indexados à taxa de câmbio como forma de tentar reduzir o custo e alongar a dívida pública interna o governo brasileiro enfraquece a legitimidade das restrições legais ao uso interno da moeda estrangeira em contratos e transações e estimula, *ipso facto*, a generalização de pedidos de suspensão ou afrouxamento dos dispositivos que protegem a moeda de curso legal.

Mas é no segundo sentido que estaremos usando o termo dolarização durante a maior parte deste trabalho. O que se procurará discutir são as características gerais e implicações da dolarização entendida como mecanismo de estabilização supostamente apropriado para economias atingidas por grave crise inflacionária. Trataremos fundamentalmente de programas ou propostas de reforma monetária e cambial que tenham como um elemento central a vinculação da moeda nacional a uma moeda estrangeira mais estável.

2. Dolarização como Movimento Regressivo

O diagnóstico que dá origem a programas desse estilo pode ser explicado em poucas palavras. Parte-se da avaliação de que os distúrbios monetários agudos constituiriam fenômenos qualitativamente distintos das inflações moderadas, não sendo, portanto, passíveis de solução pela via dos instrumentos convencionais de contenção fiscal e monetária, associados ou não a políticas "heterodoxas" de controle de preços e salários. Inflações extraordinárias pela sua dimensão ou duração resultariam fatalmente no colapso da confiança no Estado nacional e na moeda de sua emissão e não poderiam ser enfrentadas sem o recurso a algum tipo de âncora ou garantia, única forma viável de restituir credibilidade às iniciativas estabilizadoras de um Estado desacreditado.⁽¹⁾

(1) Para uma discussão mais extensa dessas questões, ver BATISTA JR. (1993a, p. 153-60).

Ancorar a moeda nacional significaria, neste contexto, estabelecer uma relação de subordinação com um padrão monetário estrangeiro considerado confiável. Na América Latina, o candidato natural ao papel de moeda âncora ou moeda lastro seria o dólar dos EUA.

Admitir este diagnóstico implica aceitar que a crise monetária atinge em cheio certos traços centrais do sistema monetário moderno tal como prevalece hoje na maior parte do mundo e em todas as principais economias, quais sejam, o monopólio estatal da emissão primária de moeda e a ausência de lastro na forma de uma vinculação com um padrão metálico.

Não por acaso, a sua superação poderia então pressupor uma regressão a formas primitivas ou ultrapassadas de organização e regulação da moeda.⁽²⁾

O caráter regressivo das reformas dolarizantes aparece de forma inequívoca na experiência e no debate recentes. O programa de conversibilidade argentino de abril de 1991 é o exemplo mais conhecido. No essencial, a Lei de Conversibilidade constitui uma adaptação e atualização da legislação monetária que vigorava na Argentina nos tempos do padrão-ouro, como relata o advogado Horácio Liendo, assessor de Domingo Cavallo e um dos principais responsáveis pela redação da lei.⁽³⁾ O sistema monetário instituído na Argentina em 1991 nada mais é do que uma tentativa de ressuscitar os elementos centrais do antigo regime, com o dólar exercendo todas as funções do ouro, inclusive a de servir de meio de pagamento interno em paralelo à moeda nacional. A semelhança com o padrão-ouro reside não somente na fixação da taxa de câmbio com a moeda lastro, na conversibilidade da moeda

(2) Observe-se, contudo, que esse diagnóstico admite derivações variadas no que concerne ao tipo de âncora ou garantia a que se recorre no processo de estabilização, não implicando necessariamente a aceitação da tese de que a "hiperestabilização" pressupõe a subordinação a um padrão monetário estrangeiro. Ver, a esse respeito, BATISTA JR. (1993b, p. 79-88).

(3) Em entrevista ao autor, no Ministério da Economia, Buenos Aires, 8 de outubro de 1992. No caso argentino, a decisão de voltar ao passado em matéria de organização monetária não está dissociada de uma certa nostalgia pela época de ouro da história do país. Essa nostalgia transparece inclusive na Mensagem com que o ministro Cavallo encaminhou ao Congresso o projeto da Lei de Conversibilidade: "*La larga inestabilidad de nuestra moneda nacional se remonta a más de cien años. Y fue precisamente con motivo de la primera gran crisis que se impulsó la creación de la Caja de Conversión con la finalidad de dotar de estabilidad y solvencia a nuestro signo monetario, dispuesta por Ley Nº 2.741 promulgada el 7 de octubre de 1890. En 1899, con la adopción de la conversibilidad del peso moneda nacional, se inauguró el período más prolongado de estabilidad monetaria, y paradójicamente de mayor esplendor económico de la República.*" (Ministério de Economia, 1991, p. 1). Para uma breve análise do funcionamento da caixa de conversão argentina entre 1890 e 1935, ver HANKE & SCHULER (1992, p. 35-6).

argentina e na subordinação da base monetária às reservas externas do Banco Central, mas também no fato de que estas regras representam compromissos estabelecidos em lei e não apenas decisões anunciadas pelo governo ou pela autoridade monetária.⁽⁴⁾

O movimento regressivo ou retrógrado associado às reformas monetárias desse tipo aparece também no caso da Estônia, onde se estabeleceu, em junho de 1992, sob os auspícios do Fundo Monetário Internacional, um regime monetário ancorado no marco alemão para combater uma inflação que alcançava 20% ao mês.⁽⁵⁾ Aparece também nas propostas de reforma monetária para o Brasil defendidas em diversos documentos de circulação restrita elaborados pelo Banco Mundial ou sob encomenda do Banco nos últimos anos.⁽⁶⁾

O que se fez no caso da Estônia foi dividir o Banco Central em dois departamentos, o Departamento de Emissão e o Departamento Bancário, restaurando o célebre modelo de organização estabelecido para o Banco da Inglaterra no século XIX, pelo Peel Act de 1844.⁽⁷⁾ O Departamento de Emissão, que opera como um *currency board*, tem no passivo a base monetária e no ativo reservas internacionais que devem lastrear integralmente a moeda de sua emissão, o *kroon*. O Departamento Bancário detém as reservas excedentes e responde pelas funções residuais de banco central, inclusive a de suprir empréstimos emergenciais ao sistema bancário.⁽⁸⁾

-
- (4) Sobre o programa de conversibilidade argentino ver, por exemplo, LOPES (1991) e FERRER (1991). Para uma avaliação apresentada pelo próprio responsável pelo programa, ver CAVALLO (1992, p. 54-7). O projeto da Lei de Conversibilidade foi discutido em regime de urgência e entrou em vigor no dia 1 de abril de 1991, menos de duas semanas depois do seu envio ao Congresso. Pela lei, a moeda argentina foi declarada conversível em dólares a uma taxa de câmbio nominal fixa para venda (artigo 1). Estabeleceu-se, também, que as reservas internacionais de livre disponibilidade do Banco Central devem ser sempre equivalentes a, pelo menos, 100% da base monetária (artigo 4). Além disso, foram proibidos os mecanismos de indexação, mesmo nas relações e situações jurídicas existentes (artigos 7 a 10). Finalmente, o Código Civil foi alterado de forma a dar plena eficácia jurídica a contratos em moeda estrangeira (artigo 11). A Lei de Conversibilidade foi reproduzida na *Revista de Economia Política* (1991, p. 157-59).
- (5) SAAVALAINEN (1992, p. 381-84). Três meses após a implementação da reforma monetária, a diretoria do FMI aprovou um acordo *stand-by* de um ano com a Estônia. (HANSSON, 1993, p. 4, 8). O Fundo também não demorou a oficializar o seu apoio ao plano Cavallo. Um acordo *stand-by* com a Argentina entrou em vigor em julho de 1991, três meses após a promulgação da Lei de Conversibilidade. (Fundación Cedeal, dez. 91, p. 14).
- (6) LAL (1993) apresenta uma avaliação de alguns desses documentos.
- (7) Análises da legislação bancária britânica de 1844 podem ser encontradas no terceiro volume dos *Princípios de Economia Política* de John Stuart Mill e no terceiro volume do *Capital* de Karl Marx. Ver MILL (1976, p. 651-77) e MARX (1971, p. 518-35).
- (8) BENNETT (1992, p. 4, 5). O *currency board* da Estônia tem como base jurídica uma "Lei sobre a Segurança do *Kroon* Estoniano" de maio de 1992. Essa lei estabelece que o *kroon* deve ser plenamente garantido pelas reservas de ouro e divisas conversíveis do Banco da Estônia (cláusula

No que se refere ao Brasil, as propostas de reforma monetária apresentadas pelo Banco Mundial seguem o mesmo figurino. Também, nesse caso, o que se considera necessário para conferir credibilidade ao processo de ajustamento é o retorno a formas mais rudimentares de organização, nomeadamente - e por incrível que pareça - a implantação de um *currency board* nos moldes do regime monetário das antigas colônias da Inglaterra e outras potências européias na África, na Ásia e no Caribe.⁽⁹⁾

3. Um "*Currency Board*" para o Brasil?

Uma das variantes de dolarização que mais atenção têm recebido no Brasil no passado recente é justamente o *currency board* ou conselho da moeda, em parte porque a origem desta proposta foi atribuída (erroneamente) à assessoria do ministro Fernando H. Cardoso. O *currency board*, como se sabe, é uma instituição emissora independente encarregada de produzir moeda conversível, a uma taxa de câmbio fixa, e lastreada integralmente por reservas de liquidez internacional. Esse era o arranjo monetário aplicado na maioria das colônias européias e que foi abandonado por quase todos os países durante o processo de descolonização nos anos 50 e 60.⁽¹⁰⁾ Atualmente, só existem *currency boards* em três países independentes (Brunei, Estônia e Singapura) e alguns pequenos territórios ou colônias. A Tabela 1 compara esses países e colônias com o Brasil em termos de população e extensão territorial.⁽¹¹⁾

1), define o marco alemão como moeda de referência e proíbe o banco central de desvalorizar o *kroon* (cláusula 2), assegura a conversibilidade do *kroon* (cláusula 3) e determina que a variação da quantidade de *kroons* em circulação deve obedecer à variação das reservas de ouro e divisas (cláusula 4). "Law of the Republic of Estonia on the Security of the Estonian Kroon", Supreme Council, Republic of Estonia, May 20, 1992, tradução não-autorizada reproduzida como anexo a HANSSON (1993, p. 22).

(9) Sobre a experiência com *currency boards* nas colônias européias ver, por exemplo, WALTERS (1989, p. 109-14) e OSBAND & VILLANUEVA (1992, p. 15-6).

(10) Ver WALTERS (1992, p. 22-3) e HANKE & SCHULER (1992, p. 30-3).

(11) Na seção 13 veremos porque esse tipo de modelo monetário e cambial pode ser mais eficaz em economias pequenas.

TABELA 1
BRASIL E PAÍSES OU COLÔNIAS COM CURRENCY BOARDS:
ÁREA E POPULAÇÃO

	Área (em Km ²) (1)	População (2)	(1) + Área do Brasil (em %)	(2) + População do Brasil (em %)
Bermuda *	54	58.000	0,0006	0,0373
Brasil	8.506.663	155.356.000	100	100
Brunei	5.765	398.000	0,0678	0,2562
Estônia	45.100	1.573.000	0,5302	1,0125
Gibraltar*	6	30.000	0,0001	0,0193
Hong Kong *	1.044	5.856.000	0,0123	3,7694
Ilhas Cayman *	259	27.000	0,0030	0,0174
Ilhas Faroe **	1.399	48.000	0,0165	0,0309
Ilhas Malvinas *	16.053	1.813	0,1887	0,0012
Singapura	585	2.756.000	0,0069	1,7740

Notas: * Colônia britânica.

** Colônia dinamarquesa.

Fontes: Dados primários --- Hammond Incorporated (1993, p. 12-4), HANKE & SCHULER (1992, p. 31), KARNER (1993, p.21) e WALTERS (1989, p. 109-14). Elaboração do autor.

A estranha idéia de submeter o Brasil a esse modelo monetário remonta, ao que parece, a um conjunto de trabalhos sobre a economia brasileira encomendados pelo Banco Mundial a técnicos de fora da instituição, entre os quais o conhecido economista americano Allan Meltzer. Concluídos em 1991, estes trabalhos convergiam para a recomendação de que o Brasil adotasse um *currency board* como meio de sinalizar um firme compromisso com uma política de combate à inflação.⁽¹²⁾ Meltzer, por exemplo, finalizava a sua análise nos seguintes termos:

"I propose that the government take a bold step to restore its credibility by closing the monetary operations of the central bank. In its place, Brazil would establish a currency board, modelled on the monetary systems in Hong Kong, Singapore, Panama and some other countries. The nominal exchange rate for the cruzeiro would be pegged to the U.S. dollar. Commercial banks would issue cru-

(12) Ver MELTZER (1991), RODRIGUEZ (1991) e AUERNHEIMER (1991). Posteriormente, essa abordagem encontrou defensores no Brasil. Ver RESENDE (1992) e SILVA (1992).

zeiros only in exchange for convertible foreign money at prevailing exchange rates. A loss of foreign exchange would require the banks to reduce cruzeiros commensurately."⁽¹³⁾

No início de 1992, o Banco Mundial deu seqüência a essa iniciativa organizando em Washington uma conferência sobre dolarização e *currency boards* da qual participaram diversos economistas de renome ligados a universidades americanas ou ao FMI e ao próprio Banco, entre os quais Michael Bruno, Guillermo Calvo, Stanley Fisher, Ronald McKinnon, Robert Mundell e Lawrence Summers. (WORLD BANK, 1992a, p. 113-15) Três países foram objeto de especial atenção: a Argentina, por ter acabado de implantar um regime monetário próximo ao modelo do *currency board*,⁽¹⁴⁾ o Brasil e o Peru, considerados candidatos potenciais à adoção de esquemas monetários do mesmo tipo. Pela Argentina compareceu o Ministro da Economia, Domingo Cavallo, pelo Peru, o Ministro das Finanças e Economia, Carlos Boloña Behr, pelo Brasil, alguns diretores do Banco Central na gestão Marcílio Moreira, entre outros.

Durante a conferência, a proposta foi objeto de defesas enfáticas e críticas cerradas às quais faremos referência mais à frente. Apesar das divergências, o Banco Mundial decidiu dar um passo adicional, ainda em 1992, transformando a proposta de criação de um *currency board* em recomendação oficial ao governo brasileiro. (WORLD BANK, 1992b, p. iii, 31-2.) No mesmo ano, o Congresso americano aprovou uma lei autorizando um aumento de cerca de US\$ 12 bilhões na quota dos EUA no FMI e permitindo a utilização desses recursos para apoiar a criação de *currency boards* em qualquer país-membro do Fundo.⁽¹⁵⁾

(13) MELTZER (1991, p. 34). A referência ao Panamá não é inteiramente apropriada, pois o que existe nesse país é uma dolarização quase completa da economia. O balboa panamenho é apenas uma moeda metálica que mantém uma paridade fixa com o dólar dos EUA; este último desempenha diretamente a função de principal meio circulante. (MUNDELL, 1992a, p. 43).

(14) A Lei de Conversibilidade obriga o Banco Central argentino a operar segundo regras muito semelhantes a, mas não tão estritas quanto as de um *currency board*. A lei permite, por exemplo, que a base monetária seja lastreada em parte por títulos públicos nacionais "*pagáveis em ouro, metais preciosos, dólares estado-unidenses ou outras divisas de similar solvência*", computados a valores de mercado (artigo 4). Além disso, o Banco Central pode financiar o Tesouro, desde que possua reservas superiores à base. Para uma comparação entre a reforma monetária argentina e o modelo do *currency board*, ver HANSON (1992, p. 60).

(15) KARNER (1993, p. 17). A lei em questão é o "Foreign Operations, Export Financing, and Related Programs Appropriations Act, 1993", assinado pelo presidente Bush em 6 de outubro de 1992. No que diz respeito ao FMI, a lei destina recursos para um aumento da quota dos EUA

4. Elementos Centrais das Propostas de Dolarização

Não é difícil perceber que as diferentes modalidades de dolarização são sempre variações em torno de alguns temas recorrentes ou elementos constitutivos:

- a) **ancoragem cambial**, entendida como a definição de uma regra de variação para a taxa de câmbio nominal com a moeda escolhida como referência, o que pode significar o congelamento ou a prefixação do câmbio ou, ainda, a definição de faixas de variação para a taxa nominal;
- b) **convertibilidade da moeda nacional**, isto é, a supressão completa ou quase completa dos controles cambiais e restrições de acesso ao mercado de câmbio;
- c) **subordinação da base monetária às reservas internacionais**, ou seja, a introdução de uma regra rígida de criação de moeda primária, que passa a ficar condicionada a igual contrapartida em termos de reservas externas adicionais no banco central ou no *currency board*;
- d) **uso interno da moeda estrangeira**, ou seja, eliminação de restrições à sua circulação doméstica, à criação de créditos e depósitos dolarizados, à utilização da moeda estrangeira como indexador de contratos na economia, enfim, a supressão parcial ou total do conjunto de dispositivos legais e administrativos que defendem a moeda doméstica da concorrência de moedas estrangeiras de liquidez internacional.

No caso argentino, como vimos, encontramos os quatro elementos em estado quase puro. Já no da Estônia, temos apenas os três primeiros, uma vez que aí houve a preocupação não só de evitar que se ampliasse o uso doméstico de moedas estrangeiras, como também o de limitar algumas concessões feitas nesse terreno durante o período de inflação alta.⁽¹⁶⁾

equivalente a 8.608,5 milhões de direitos especiais de saque, estabelecendo que esses fundos possam ser destinados, entre outros usos, "to promote efforts by the International Monetary Fund to support monetary stability in member countries through the instrumentality of currency boards." (United States Congress, 1992, p. 1636).

- (16) Após a reforma monetária, o governo da Estônia permitiu que residentes continuassem mantendo contas em moeda estrangeira nos bancos do país, mas proibiu a ampliação dos saldos

A opção por um esquema de estabilização que inclua todos ou a maioria dos quatro pontos acima referidos constitui, inegavelmente, uma aposta de alto risco. Por isso mesmo, os responsáveis pela política econômica de um país só tomam esse caminho quando confrontados com um dramático estreitamento do leque de opções. A âncora cambial pode gerar grave desequilíbrio no balanço de pagamentos em conta corrente e dependência crescente de capitais externos voláteis ou de curto prazo. A conversibilidade torna a economia mais vulnerável aos movimentos internacionais de capital. A vinculação da base às reservas coloca a gestão monetária e financeira doméstica na estrita dependência da política monetária do país emissor da moeda âncora. Finalmente, a legalização do uso interno da moeda estrangeira cria hábitos ou padrões de comportamento de difícil reversão.

Não obstante, a dolarização pode apresentar-se como uma alternativa aparentemente atraente em determinadas circunstâncias, sobretudo quando se adota a ótica imediatista que costuma caracterizar decisões tomadas em momentos de extrema dificuldade econômica e política.

5. Circunstâncias Externas Favoráveis à Dolarização

A atratividade da dolarização depende, antes de mais nada, do contexto financeiro externo e será tanto maior quanto maior a disponibilidade internacional de liquidez na moeda âncora e menores as taxas de juro para operações nesta última. A oferta de liquidez externa depende, por sua vez, da posição cíclica das economias centrais e do tipo de política monetária praticada pelos bancos emissorés de moedas de aceitação internacional.

Para a América Latina, o contexto financeiro externo depende fundamentalmente da orientação do *Federal Reserve* e da situação cíclica da economia dos EUA. O relativo sucesso de diversos programas recentes de estabilização, a maioria deles ancorada em maior ou menor medida no dólar, não está dissociado das condições favoráveis criadas pela tendência sistematicamente expansiva da política monetária americana no início dos anos 90, aliada à baixa demanda de crédito e à diminuição das oportunidades de aplicação rentável nos EUA e nas demais economias centrais.

dessas contas. (International Monetary Fund, 1993a, p. 56). Uma lei de junho de 1992 proibiu o uso de moedas estrangeiras em transações domésticas. (HANSSON, 1993, p. 7).

São esses fatores externos, mais do que a propalada confiança na qualidade e estabilidade dos processos de ajustamento latino-americanos, que explicam a forte retomada dos ingressos de capitais para a região desde 1990. Uma indicação disso é o fato de que esses ingressos vêm ocorrendo não só naqueles países considerados exemplares ou bem-encaminhados em matéria de estabilização e ajuste estrutural, mas também em países como o Brasil que continuam a se debater com a instabilidade monetária herdada dos anos 80.⁽¹⁷⁾

Seja como for, parece inegável que a sustentação de programas de estabilização que envolveram algum tipo de dolarização se viu facilitada, muitas vezes de forma decisiva, pela sobreabundância de liquidez internacional e pelas reduzidas taxas de juro externas. Sem isso, não teria sido possível conciliar o reaparecimento de déficits expressivos no balanço de pagamentos em conta corrente⁽¹⁸⁾ com processos de remonetização lastreados na acumulação de reservas internacionais pelos bancos centrais da região.

Em parte como consequência do ambiente favorável no campo financeiro externo, as políticas de combate à inflação têm sido, por enquanto, mais bem-sucedidas do que se poderia prever há alguns anos atrás. O Brasil

(17) Em 1992, o montante agregado do ingresso de capitais na América Latina alcançou US\$ 61 bilhões, volume quase oito vezes superior à média anual do período 1983-1989 e que corresponde ao dobro do influxo líquido médio do quinquênio anterior à crise da dívida externa. (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 1993a, p. 8, 10). Esse relatório da Cepal observa também que "*la fuerza más potente que impulsa el masivo flujo de capital a la región es la búsqueda cada vez más intensa por parte de los inversores de instrumentos de alto rendimiento, ante la persistente declinación de las tasas de interés en dólares.*" (*Idem*, p. 9.).

(18) Apesar da queda das taxas de juro internacionais, a deterioração da posição externa em conta corrente aconteceu com uma velocidade impressionante nos países que recorreram a âncoras cambiais. Tanto o México como a Argentina, por exemplo, que registravam **superávits** significativos no balanço de pagamentos em transações correntes no ano calendário imediatamente anterior ao início dos seus programas de estabilização, passaram a acumular déficits também significativos já no ano seguinte. O México passou de um superávit de US\$ 4 bilhões em 1987 para um déficit de US\$ 2,4 bilhões em 1988. De 1988 até 1992, o déficit corrente cresceu ininterruptamente, alcançando nada menos que US\$ 22,8 bilhões em 1992. Em 1993, o déficit continuava em torno de US\$ 21 bilhões, apesar da forte desaceleração da economia mexicana. No caso da Argentina, a conta corrente passou de um superávit de US\$ 1,9 bilhão para déficits de US\$ 2,8 bilhões em 1991, US\$ 8,4 bilhões em 1992 e US\$ 8,2 bilhões em 1993. (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 1993b, p. 32, 46; International Monetary Fund, *International Financial Statistics*, out.1993, p. S 90, S 390). Os dados de 1993 são estimativas preliminares da Cepal com base em dados oficiais. Observe-se, de passagem, que a experiência desses países pode servir de advertência contra a suposição de que os resultados do balanço de pagamentos do Brasil em conta corrente representariam, por si mesmos, uma margem de segurança adequada para se tentar uma estabilização ancorada na taxa de câmbio.

é agora o único país da região que ainda convive com a ameaça de uma hiperinflação. A taxa de inflação média no resto da América Latina caiu para 22% em 1992 e 19% em 1993. Outras economias da região que passaram por hiperinflações abertas, como a Argentina e a Bolívia, vêm registrando taxas de inflação inferiores a 10% ao ano, menos de um terço da taxa mensal observada no Brasil em fins de 1993.⁽¹⁹⁾

Em geral, a queda da inflação no resto da América Latina resultou de programas que combinaram ajuste fiscal, privatização e disciplina monetária com políticas de preços e salários, liberalização comercial e o já referido aumento da absorção de capitais externos. A maioria desses programas envolveu o recurso a algum tipo de âncora cambial referenciada ao dólar, muitas vezes acompanhada ou antecedida das outras medidas de dolarização relacionadas na seção 4. O seu impacto macroeconômico inicial tendeu a confirmar as lições extraídas de experiências anteriores de estabilização com âncora cambial.⁽²⁰⁾ A definição de uma regra para o câmbio nominal produziu, entre outros efeitos, queda da inflação, apreciação do câmbio real, expansão da demanda interna e desequilíbrio externo em conta corrente.⁽²¹⁾

No Brasil, o quadro tem sido exatamente o oposto. Com o Banco Central procurando estabilizar o câmbio real, perde-se a possibilidade de controlar o câmbio nominal e a inflação persiste. Em compensação, o superávit comercial mantém-se alto o suficiente para garantir um certo equilíbrio ou até superávits em conta corrente e a entrada de capitais não resulta, portanto, em ampliação do endividamento líquido do País.⁽²²⁾

(19) Comisión Económica para América Latina y el Caribe (1993b, p. 9, 35).

(20) Sobre essas experiências, ver KIGUEL & LIVIATAN (1992, p. 282-97) e CALVO & VÉGH (1992b, p. 4-7).

(21) Conceição Tavares observa, com razão, que a queda da inflação na Argentina e no México, por exemplo, não se explica apenas pelos ajustes patrimoniais e fiscais, mas também pela política de sobrevalorização da moeda local, em condições de liberalização comercial e financeira. "*Essa política se manteve até agora*", ressalta a autora, "*graças às condições de abundante liquidez e baixas taxas de juros predominantes nos mercados internacionais da área do dólar, que lhes permitiu absorver recursos financeiros externos para fechar o desequilíbrio em conta corrente do balanço de pagamentos.*" (TAVARES, 1993, p. 88-9).

(22) Entre dezembro de 1990 e dezembro de 1992, a dívida externa bruta ou total do Brasil aumentou de US\$ 123,4 bilhões para US\$ 133,9 bilhões, segundo dados provisórios do Banco Central. No mesmo período, a dívida externa líquida, definida como a diferença entre a dívida bruta e as reservas do Banco Central no conceito de liquidez internacional, acusou uma pequena diminuição, passando de US\$ 113,4 bilhões para US\$ 110,1 bilhões. (Banco Central do Brasil, 1993, p. 117, 126).

6. Ancoragem no Dólar como Decisão Unilateral

Nessas circunstâncias, é natural que se especule sobre um eventual alinhamento do Brasil ao padrão de política econômica adotado no resto da América Latina sob estímulo e aplauso da chamada comunidade internacional. É provável que uma tentativa de estabilizar a moeda brasileira com base em algum tipo de âncora cambial e medidas de dolarização venha a ser entendida no exterior como um passo na direção do enquadramento da economia do País às "regras do jogo", ainda que seja apresentada como um ato "soberano" do governo brasileiro. Assim caracterizada, a vinculação ou subordinação da moeda nacional a um padrão monetário estrangeiro surgiria como uma decisão unilateral e estaria, portanto, dissociada de qualquer acordo ou compromisso internacional em relação à paridade ou faixa de variação estabelecida pelo governo brasileiro. Não haveria, em particular, qualquer compromisso do banco emissor da moeda âncora, o *Federal Reserve*, de colaborar para a sustentação da taxa de câmbio fixada ou prefixada. O apoio externo teria um caráter eminentemente congratulatório e não se traduziria em aumento expressivo do financiamento de fontes oficiais.

Nesse particular, as âncoras cambiais latino-americanas diferem, de modo essencial, da ancoragem no marco alemão que constituía a essência do recém-falecido mecanismo cambial europeu. Na Europa Ocidental, o sistema de taxas fixas ou quase fixas resultava de um entendimento multilateral e contava, portanto, não apenas com o respaldo dos governos e bancos centrais das moedas historicamente mais fracas, mas também com o compromisso da Alemanha e do Bundesbank de atuarem no sentido de dar sustentação ao sistema, inclusive intervindo de forma coordenada com os outros governos e bancos centrais para manter as taxas cambiais dentro das faixas acordadas.⁽²³⁾ Embora não tenha sido capaz de impedir que um agudo conflito de interesses e prioridades entre a Alemanha e o resto da Europa Ocidental acabasse conduzindo à virtual desintegração do sistema em 1992-93, a sua natureza multilateral lhe conferia um grau de solidez

(23) Durante a primeira crise do mecanismo cambial europeu, em setembro de 1992, as operações de sustentação das demais moedas integrantes do sistema levaram o Bundesbank a despendar nada menos que 92 bilhões de marcos. (Deutsche Bundesbank, 1992, p. 16). Em julho de 1993, por ocasião dos ataques especulativos que levariam ao colapso do sistema de taxas quase-fixas, as intervenções do banco central alemão em defesa do franco francês e outras moedas resultaram em compras de quase 60 bilhões de marcos. (Deutsche Bundesbank, 1993, p. 24-5).

incomparavelmente maior do que o da ancoragem latino-americana no dólar.⁽²⁴⁾

No caso da Argentina, por exemplo, onde vigora uma âncora de tipo mais rígido do que a européia, não existe da parte do *Federal Reserve* ou do governo americano qualquer garantia ou compromisso de atuar no sentido de ajudar o Banco Central argentino a defender a paridade fixada. Dessa forma e dependendo do andamento do programa de estabilização, sinais mais sérios de incompatibilidade entre o comportamento do *Federal Reserve* e as conveniências da Argentina podem ser suficientes para desatar uma corrida contra o peso argentino. Com a exceção do peso mexicano, que pelos motivos conhecidos pode contar com mais apoio americano em situações de emergência, observação semelhante vale em maior ou menor grau para as demais moedas latino-americanas já ancoradas ou que venham a se ancorar no dólar. Em suma, na área de influência do dólar as relações monetárias têm um caráter mais assimétrico do que na Europa Ocidental, o que torna a moeda estrangeira um ponto de apoio problemático para o processo de estabilização.

7. Atrativos da Âncora Cambial

Apesar do que foi dito na seção anterior, há alguns fatores que poderiam induzir o governo brasileiro a aceitar um programa de dolarização. Acuado por uma crise inflacionária, só superada em intensidade pela hiperinflação de 1989-90, o Brasil dispõe, entretanto, de poder de fogo no que toca ao setor externo da economia. A balança comercial acusa não só superávits comerciais expressivos, como também crescimento da corrente de comércio; os déficits na conta de serviços têm sido atenuados pela já mencionada queda das taxas de juros internacionais; a conta de capitais do balanço de pagamentos vem registrando ingressos elevados, alimentados por altas taxas internas de juro, pela farta disponibilidade de capitais de fontes privadas estrangeiras e, ao que parece, por alguma repatriação de

(24) Não se deve perder de vista que com o virtual colapso do mecanismo cambial europeu desapareceu a última grande área de estabilidade cambial no mundo desenvolvido. Como lembra Stanley Fisher, mesmo as principais economias desenvolvidas, com instituições políticas estáveis e sistemas legais sólidos, têm encontrado dificuldade em manter taxas de câmbio fixas. Os defensores da dolarização e dos *currency boards*, observa ele, estão propondo para os países em desenvolvimento um sistema que tem sido rejeitado pelos desenvolvidos. (FISHER, 1992, p. 24).

capitais de residentes. Em conseqüência, as reservas cambiais cresceram em ritmo acelerado e são hoje mais de três vezes superiores ao nível observado, por exemplo, no início do plano Cruzado ou do plano Collor I.⁽²⁵⁾

Nesse contexto, não é preciso muita imaginação para conceber um programa de sentido dolarizante que traga alívio expressivo em termos de redução da inflação no curto prazo. Também não é difícil perceber porque a âncora cambial apresenta atrativos fortes. Não é à toa que esse instrumento tem sido usado com tanta freqüência (na maioria das vezes sem sucesso duradouro) no Brasil e em outras economias atingidas por inflações renitentes.⁽²⁶⁾

A sedução da âncora cambial reside, como se sabe, no fato de permitir que a queda da inflação venha acompanhada de uma reativação da economia. Adotada uma regra de variação para o câmbio nominal, a velocidade de queda da inflação depende, entre outros fatores, do tipo de regra estabelecida, do coeficiente de abertura da economia e do grau de dolarização do sistema de preços. O movimento de queda pode ser reforçado por "âncoras suplementares", na forma de congelamento ou prefixação de preços e tarifas públicos, acordos setoriais de preços e salários etc., ou por medidas prévias que estimulem a indexação dos preços à moeda estrangeira.

A diminuição do imposto inflacionário incidente sobre a liquidez dos setores com menor ou nenhum acesso às moedas indexadas aumenta o poder de compra dos salários e transfere renda para setores com maior propensão marginal a consumir. A esse impacto positivo sobre a demanda interna se adiciona o efeito de uma provável queda das taxas internas de juro em termos reais, que é maior no caso de programas em que a âncora

(25) No começo dos planos Cruzado e Collor I, as reservas internacionais do Banco Central alcançavam, respectivamente, US\$ 7.093 milhões (no final de fevereiro de 1986) e US\$ 6.897 milhões (no final de fevereiro de 1990). (Banco Central do Brasil, 1988, p. 76; 1992, p. 102). Entre julho e novembro de 1993, o nível das reservas foi de US\$ 21.306 milhões, em média. (Banco Central do Brasil, 1994, Quadro XXI). Os dados dizem respeito às reservas no conceito de caixa.

(26) Nesse particular, a experiência da Argentina é um caso extremo. Llach contabiliza nada menos que nove tentativas fracassadas de fixar ou estabilizar a taxa de câmbio na Argentina desde o plano Austral até o fim do governo Alfonsín. (LLACH, 1989, p. 8). Posteriormente, houve mais uma estabilização cambial malsucedida, logo no início do governo Menem, entre julho e dezembro de 1989. (CANAVESE, 1992, p. 10-2). O plano Cavallo foi a décima-primeira tentativa de ancoragem cambial em apenas seis anos! Só nesse contexto é que se pode compreender a extraordinária rigidez do programa de estabilização iniciado em 1991 e, em particular, a decisão de fixar a taxa de câmbio em lei do Congresso.

cambial está respaldada por compromissos firmes e acompanhada por outras medidas de cunho dolarizante.

Com inflação alta, as taxas de juro costumam embutir prêmios de risco apreciáveis como margem de proteção contra desvios da inflação e do câmbio em relação à trajetória esperada. A queda da inflação diminui esses prêmios de risco e pode trazer algum crescimento e alongamento espontâneo dos fluxos de crédito, tudo dependendo, é claro, da possibilidade de gerar certa confiança, mesmo que transitória, na taxa de câmbio fixada ou prefixada. A recuperação do crédito tende a ser mais rápida quando se permite a dolarização dos depósitos e créditos no sistema financeiro doméstico.

A expectativa de apreciação do câmbio real também atua no sentido de reduzir o custo do crédito. Na presença de mobilidade internacional de capitais, a taxa interna de juro reflete a taxa externa de juro, a desvalorização esperada e o risco cambial.⁽²⁷⁾ A âncora cambial tem não só o efeito de diminuir (pelo menos em um primeiro momento) o componente de risco, como também o de desencadear uma tendência à valorização do câmbio real, que é tanto mais acentuada quanto maiores forem a inércia da taxa de inflação e a incerteza em relação aos fundamentos do programa nos campos monetário e fiscal. A antecipação desse movimento de valorização reforça a demanda por crédito externo e pressiona para baixo as taxas internas de juro.

É verdade que a apreciação cambial acaba por deprimir a demanda agregada via perda de competitividade externa. Mas é pouco provável que este efeito contracionista prevaleça na fase inicial do programa, sobretudo em economias com baixo grau de abertura comercial.⁽²⁸⁾ Nesses casos, a reduzida relação entre a corrente de comércio externo e o PIB contribui inclusive para ampliar a valorização real subsequente à fixação ou prefixação cambial e, portanto, para acentuar a queda dos juros internos. Mesmo em economias abertas, pode-se presumir que o impacto inicial venha a ser expansivo, uma vez que a recuperação do poder de compra do salário e a queda dos juros têm efeitos provavelmente mais rápidos sobre a demanda

(27) Ver, por exemplo, RODRIGUEZ (1982, p. 801-11).

(28) Para uma análise do ciclo econômico associado à estabilização com âncora cambial, ver KIGUEL & LIVIATAN (1992, p. 281-2, 297-301). Ver, também, CALVO & VÉGH (1992b, p. 11-16).

agregada do que a perda de competitividade dos setores de bens e serviços comerciáveis.

Em resumo, a adoção de uma âncora cambial costuma produzir, na fase inicial, queda da inflação e dos juros reais, ampliação do ingresso de capitais, recuperação salarial e reativação da produção. Por tudo isso, programas desse tipo constituem uma tentação permanente em situações de inflação alta e estagnação do nível de atividade.

É óbvio, entretanto, que esse caminho também tem os seus riscos, sobretudo a prazo mais longo. Não fosse assim, não seriam tantas as tentativas fracassadas de estabilização cambial. Veremos agora, em maior detalhe, que esse tipo de programa traz diversos problemas específicos e que, no caso do Brasil, certas características estruturais da economia dificultam extraordinariamente a sua aplicação.

8. Perda de Autonomia Monetária e Cambial

Como sugere a própria expressão, a dolarização implica, necessariamente, perda de autonomia na condução da política econômica. Essa perda de autonomia é da essência do esquema e decorre, em primeiro lugar, da renúncia à possibilidade de praticar políticas próprias no campo monetário e cambial. As condições domésticas de liquidez passam a ser determinadas de forma reflexa pelos movimentos da política monetária na economia emissora da moeda âncora, convenha isso ou não à situação conjuntural da economia ancorada. O valor externo da moeda ancorada passa a acompanhar passo a passo as flutuações da moeda âncora nos mercados internacionais de câmbio, convenha isso ou não às contas externas da economia ancorada. Esta última fica, assim, inteiramente a reboque das decisões do tesouro e do banco central do país responsável pela emissão e controle da moeda escolhida como lastro, sem obter - é claro - participação alguma nessas decisões.⁽²⁹⁾ O programa de dolarização sacramenta e consolida, portanto, a perda de soberania monetária que a própria inflação continuada tende a produzir.

(29) Como observa Mundell, essa perda de autonomia teria de ser compensada, em tese, pelo direito de votar na diretoria da autoridade monetária emissora da moeda de referência: "*I can remember Charles Kindleberger's joke about Canada as the thirteenth district of the Federal Reserve System. Fixed exchange rates or a currency board in Canada would be more popular if Canada had 1/13 of the votes on the open market committee!*" (MUNDELL, 1992a, p. 45).

Quando há alguma coincidência entre as necessidades do país emissor da moeda âncora e as do emissor da moeda ancorada, os custos associados à perda de independência monetária e cambial não se manifestam de forma clara. Foi o que aconteceu, por exemplo, no caso do programa argentino em 1991-93. Já a experiência recente da Europa Ocidental pode servir como exemplo do caso oposto em que uma forte discrepância de objetivos entre a economia âncora e as economias ancoradas termina por criar um conflito custoso e insustentável entre as prioridades nacionais e a defesa de paridades cambiais rígidas ou faixas estreitas de variação das taxas de câmbio.

Como a convergência da inflação interna à externa nunca é instantânea, a ancoragem cambial tem como subproduto inevitável a já mencionada tendência ao aumento real do valor externo da moeda ancorada. Esse efeito pode ser atenuado ou agravado pelo comportamento das taxas cambiais da moeda âncora em relação a outras moedas relevantes para o comércio exterior e as demais transações internacionais da economia ancorada. A Estônia, por exemplo, fixou a taxa nominal de câmbio do *kroon* com o marco poucos meses antes da eclosão da crise cambial que levaria a uma alta acentuada da moeda alemã na Europa. A valorização do marco em comparação com as moedas dos principais parceiros comerciais da Estônia,⁽³⁰⁾ combinada com uma expressiva inflação "residual" no *kroon*, resultou em forte diminuição da competitividade internacional do país após a criação do *currency board*.⁽³¹⁾

9. Circulação Interna da Moeda Estrangeira

Quando o governo autoriza, ou tolera, a utilização de moedas estrangeiras em transações domésticas, há implicações adicionais às referidas na seção anterior. A mais óbvia é a transferência ao exterior de receita de *seigniorage*, isto é, de recursos que podem ser obtidos pelo Estado, a custo praticamente zero, com o monopólio da emissão de moeda fiduciária de curso legal dentro do território nacional. Se a moeda estrangeira começa a circular em escala apreciável, a receita de *seigniorage* extraída da economia

(30) International Monetary Fund (1993a, p. 43, 48). Em 1992, a Alemanha respondeu por apenas 4,3% das exportações e 7,6% das importações totais da Estônia. (*Idem*, p. 48.)

(31) A situação só não é mais grave porque o congelamento do câmbio foi antecedido de um período de rápida desvalorização real e aumento da relação câmbio-salário. (SAAVALAINEN, (1992, p. 382-83).

passa a ser compartilhada com um Estado estrangeiro, que se beneficia, desta forma, de uma ampliação sem ônus da sua receita com a emissão monetária. Para o país que se dolariza, a perda de receita de *seigniorage* pode ser total ou quase total, como no Panamá,⁽³²⁾ ou apenas parcial como na Argentina e outras economias sul-americanas que experimentaram processos hiperinflacionários na década passada.⁽³³⁾

Cumpra-se notar que esta dimensão do processo de dolarização atinge uma fonte de receita que tem sido importante para os países em desenvolvimento e mesmo para os desenvolvidos. Nestes últimos, a receita anual de *seigniorage* tem-se situado entre 0,5% e 1% do PNB e alcança valores superiores na maioria dos países menos desenvolvidos. (FISHER, 1992, p. 26). Observe-se ainda que o custo total associado à circulação da moeda externa não se mede apenas pela perda permanente ou recorrente dos fluxos de receita de *seigniorage*, mas também pelo custo de transição, de tipo *once-and-for-all*, decorrente da aquisição inicial do estoque de moeda estrangeira. (FISHER, 1986, p. 440-41)

Nesse aspecto, a variante de dolarização adotada na legislação monetária da Argentina, onde o dólar circula lado a lado com a moeda nacional, é inclusive inferior ao esquema do *currency board* que proliferou nas colônias britânicas, posto que esse arranjo permitia ao governo colonial arrecadar alguma receita de *seigniorage*, evitando a sua transferência ao Banco da Inglaterra.⁽³⁴⁾

(32) Como vimos, os panamenhos usam também moedas metálicas cunhadas pelo governo do país, mas o seu montante é desprezível em comparação com o estoque de dólares em circulação. (CALVO & VÉGH, 1992a, p. 5). O Panamá sempre utilizou o dólar como moeda corrente. O Tratado de 1903, que reconheceu a independência do país, estabeleceu que o Panamá não criaria papel-moeda. (MUNDELL, 1992a, p. 43; HANKE & SCHULER, 1992, p. 31, 35). Nessa situação, o gasto público só pode ser financiado por impostos ou crédito não-monetário e, como nota Stanley Fisher, passa a não existir qualquer diferença essencial entre o processo orçamentário e de financiamento do governo do país e o dos governos estaduais e locais nos EUA. (FISHER, 1986, p. 432).

(33) A utilização interna do dólar aumentou também em economias como a uruguaia que não chegaram a sofrer hiperinflações. Nesse e em outros casos, a dolarização decorreu de medidas de liberalização cambial e financeira implementadas em economias sujeitas a inflação significativamente mais elevada do que a internacional. (BATISTA JR., 1993c, p. 6, 7).

(34) A receita de *seigniorage* provinha da remuneração dos recursos aplicados em títulos de liquidez apropriada, uma vez que o *currency board* não precisava manter todas as suas reservas na forma de notas do Banco da Inglaterra. (WALTERS, 1989, p. 110). O lucro de um *currency board* corresponde basicamente à diferença entre os juros recebidos pelas reservas aplicadas e as despesas associadas à emissão de moeda. Essas últimas são geralmente inferiores a 1% dos ativos por ano. (HANKE & SCHULER, 1992, p. 32).

Naturalmente, a diminuição da demanda real por moeda nacional e a perda de receita de *seigniorage*, decorrentes da remoção de obstáculos ao uso interno de moedas estrangeiras ou da dolarização informal das transações, têm implicações para a dinâmica do processo inflacionário. A demanda do governo por financiamento monetário corresponde, como se sabe, à diferença entre o déficit fiscal e os fluxos líquidos de crédito não-monetário interno e externo. Mesmo que esta necessidade de financiamento monetário seja constante em termos reais, a diminuição da demanda real por moeda doméstica provocada pela dolarização resulta, *ceteris paribus*, em aumento das taxas de inflação e de expansão monetária nominal requeridas para gerar um dado montante real de imposto inflacionário e receita de *seigniorage*. Em outras palavras, a dolarização tende a reduzir a base de incidência do imposto inflacionário e a aumentar a taxa de inflação consistente com um dado déficit orçamentário (líquido de financiamento não-monetário).

Com o avanço da dolarização, a demanda real por moeda doméstica se torna não só menor, como também mais instável, i.é., mais sensível às expectativas de inflação e desvalorização cambial. Um aumento (ou a expectativa de um aumento) relativamente pequeno nas necessidades de financiamento monetário do Tesouro, por exemplo, ou uma modificação das percepções de risco cambial, pode ser suficiente para desencadear forte aceleração da inflação. Em suma, a dolarização não só aumenta o nível da inflação para um dado déficit orçamentário, como tende a torná-la mais volátil.⁽³⁵⁾

10. Controle Estrangeiro da Instituição Emissora

A implantação de um *currency board*, ou de normas equivalentes de operação para o banco central, tem o efeito intencional de estreitar substancialmente a flexibilidade da política de gastos, uma vez que suprime a possibilidade de recorrer a financiamento monetário em situações de emergência. Evidentemente, a perda de flexibilidade para gastar não é um mero subproduto desse gênero de reforma monetária, mas o próprio objetivo que se procura alcançar, qual seja, o de levar o poder público a se auto-impor

(35) CALVO & VÉGH (1992a, p. 16-8). Sebastian Edwards nota que esse aumento na instabilidade da demanda pela moeda nacional é particularmente pronunciado nas situações em que se permite aos bancos domésticos captar depósitos em moeda estrangeira. (EDWARDS, 1992, p. 21).

uma espécie de camisa-de-força que supostamente "despolitizaria" a criação de moeda primária e impediria o setor governamental de obter financiamento monetário junto à instituição emissora. Nas palavras de Robert Mundell, a onda recente de interesse por *currency boards* é um reflexo de um anseio "*for a kind of monetary discipline imposed by an unbreakable rule, removed from the political jungle.*" (MUNDELL, 1992a, p. 44)

Uma das dificuldades inerentes a esta pretensão reside no fato de que uma camisa-de-força auto-imposta pelo poder público, na forma de uma entidade monetária independente e separada (como sugerem os estudos do Banco Mundial para o Brasil) ou de uma lei que restringe a operação do banco central enquanto autoridade emissora (como a Lei de Conversibilidade argentina), pode ser rompida pelo próprio poder público e nunca despertar confiança plena quando da sua implementação. Um dos estudos de caráter propositivo encomendados pelo Banco Mundial levanta a questão e oferece tentativamente uma resposta curiosa, porém sintomática:

"Even if [the currency board] is initially established as an independent agency, having been created by government fiat it could, over the long run, be as easily converted into a creature of the government - with, for instance, first, a slide from 100 % backing, and then to using government bonds as backing for the currency! If it is to function as its supporters envisage, it would have to be run by those who could not be subverted by the Brazilian state. An obvious answer is for the IMF to run the currency board, but given nationalist sentiments is this likely to be acceptable? Possibly, if the hyperinflationary crisis -- which is ultimately a crisis of the State -- cannot be resolved in any other way."⁽³⁶⁾

Veja-se a que ponto se chega em estudos patrocinados pelo Banco Mundial! Não se trata apenas de recomendar que o Brasil retroceda a um sistema monetário de tipo colonial, mas também de cogitar da possibilidade de confiar a sua administração a uma entidade internacional...

Na verdade, uma idéia conduz quase que naturalmente a outra. A rigor, um regime monetário, como o das colônias européias, não é uma

(36) LAL (1993, p. 16). Esse texto foi preparado por solicitação do Banco Mundial, mas vem acompanhado da ressalva padrão de que não representa posição oficial da instituição. (*Idem*, p. 1).

estrutura institucional "neutra" que possa funcionar e prosperar em qualquer contexto político. A confiança no *currency board* da colônia repousa, em última análise, no controle externo imposto pela metrópole. Já um *currency board* estabelecido pelo governo de um país independente não pode desfrutar da mesma credibilidade, uma vez que está, em princípio, sujeito ao arbítrio do governo que o criou, como ressalta o estudo acima citado.

Em uma de suas intervenções na já mencionada conferência sobre dolarização e *currency boards* organizada pelo Banco Mundial, Robert Mundell toca no problema e também conclui pela necessidade de se estabelecer algum tipo de controle estrangeiro:

"The past experiences with currency boards have come from former colonies. They have been very successful because of the external constraint imposed that takes away their right to devalue. So, you get all the credibility constraints of whatever the mother country is. Apparently, there is a lot of that in Hong Kong today. However, in an independent country, with no external constraint, what reason is there for thinking that a government which can set up a currency board is not going to take it away and change the regime when it becomes necessary to do it? It could be built into the constitution, but constitutions can be changed. So, somehow some external constraint needs to be involved."(MUNDELL, 1982b, p. 29)

Note-se que este tipo de sugestão ou especulação é um elemento recorrente nos estudos e debates que têm sido apoiados pelo Banco Mundial. Um dos trabalhos apresentados na conferência sobre dolarização foi ainda mais longe no que tange a propostas de controle externo das instituições monetárias latino-americanas. Nesse trabalho, procurou-se defender a tese de que os *currency boards* poderiam ser encarados não só como meio de estabilizar as moedas latino-americanas, mas também como forma de criar uma "área monetária comum para as Américas". No entanto, nada disso seria possível se não se encontrassem meios de "proteger" as novas instituições monetárias e assegurar a sua "independência política":

"The currency board must be insulated from any possible government manipulation and the threat of conversion to a central bank. To that end, the board's constitution should specify that a majority

of the board of directors should be appointed by foreign governments or foreign private institutions [sic]. Precedents for such an arrangement exist. For example, only three of the eight directors of the Lybian Currency Board of the 1950s were Lybian nationals; the rest were British, French, Italian, and Egyptian nationals chosen by their respective governments.

The currency board could also keep its assets in a safe haven country such as Switzerland, and should be incorporated as a private entity under the law of the safe haven country, independent of the government of the country where the board circulates its notes and coins.(...) The Burmese and Jordanian currency boards, among others, had their headquarters in London even after Burma and Jordan became independent."(HANKE & SCHULER, 1992, p. 33)

É raro encontrar uma manifestação mais clara e condensada de intervencionismo monetário. O que se pretende, vejam bem, é conferir a governos estrangeiros ou até mesmo a instituições privadas estrangeiras o direito de nomear a maioria dos diretores dos *currency boards* latino-americanos! Para reforçar a sua independência em relação aos governos locais, recomenda-se também que as novas instituições monetárias mantenham as suas reservas em países seguros e sejam incorporadas sob a lei desses países. Todos os precedentes mencionados remontam naturalmente à época colonial ou ao período imediatamente posterior à descolonização.

Ainda mais agressiva foi a posição defendida durante a mesma conferência por Lawrence Summers, que hoje ocupa o cargo de Subsecretário do Tesouro para Assuntos Internacionais no governo Clinton. Para ele, a adoção pura e simples do dólar como moeda corrente seria uma alternativa superior à criação de *currency boards*. Ao comparar as duas possibilidades, Summers produziu a seguinte "pérola", que expressa bem a arrogância e a ligeireza com que às vezes são tratados os temas internacionais em Washington:

"(...) a currency board (...) preserves the seigniorage while dollarization does not. This, however, is only a local advantage; when dollarization is pursued, the seigniorage is not lost but transferred. And through international institutions, the seigniorage could be refunded to the countries involved. In the long term, finding ways of

bribing [sic] people to dollarize, or at least give back the extra currency that is earned when dollarization takes place, ought to be an international priority. For the world as a whole [sic], the advantage of dollarization seems clear to me and I am surprised that it is not a more prominent item on the visionary agenda in this Conference."⁽³⁷⁾

A que atribuir todos esses arroubos de "imperialismo monetário"? Há alguns anos atrás, propostas como a do *currency board*, mesmo depuradas de extravagâncias e exageros, dificilmente encontrariam acolhida nas instituições multilaterais. Desde 1992, essas recomendações já ultrapassam, como vimos, o nível da discussão técnica, tendo sido incorporadas à legislação americana e transformadas em recomendação oficial do Banco Mundial ao Brasil.⁽³⁸⁾

A impressão que fica é que a radicalização das sugestões monetárias oriundas de Washington decorre não só da demora do Brasil e de outros países em restabelecer um mínimo de estabilidade monetária, como também das profundas mudanças no quadro político internacional desde 1989. O colapso do bloco soviético e a desintegração da própria URSS romperam o equilíbrio internacional preexistente e parecem ter aberto caminho para todo o tipo de elucubração e aspiração neocolonialistas.⁽³⁹⁾ Ao mesmo tem-

(37) SUMMERS (1992, p. 49). Summers pertencia, na época, ao Departamento de Economia do Desenvolvimento do Banco Mundial.

(38) Ver acima, p. 364. Cabe notar, entretanto, que a posição do FMI tem sido aparentemente mais discreta e talvez mais cética do que a do Banco Mundial no que se refere a esse gênero de proposição. No campo da produção de estudos mais específicos e da organização de debates, a iniciativa tem sido, ao que parece, principalmente do Banco. De qualquer forma, o Fundo não tem hesitado em respaldar a implementação de *currency boards* ou de reformas equivalentes do banco central nos países que se lançaram por esse caminho, como mostra a experiência recente da Argentina e da Estônia (ver nota 5).

(39) Também sintomático da nova atitude é um artigo de um historiador inglês publicado recentemente na revista do *New York Times*, onde se pode encontrar, entre outras extravagâncias, as seguintes afirmações: "*Let's face it: some countries are just not fit to govern themselves. We are witnessing today a revival of colonialism, albeit in a new form. It is a trend that should be encouraged, it seems to me, on practical as well as moral grounds. There simply is no alternative in nations where governments have crumbled and the most basic conditions for civilized life have disappeared, as is now the case in a great many third-world countries.(...) Labor and expense will be needed, as well as brains, leadership and infinite patience. The only satisfaction will be the unspoken gratitude of millions of misgoverned or ungoverned people who will find in this altruistic [sic] revival of colonialism the only way out of their present intractable miseries.*" (JOHNSON, 1993, p. 22, 44). A África é o alvo principal do "colonialismo altruísta" de Johnson, mas o autor deixa claro que essa nova versão da "*white man's burden*" pode envolver intervenções em qualquer região. Recorde-se que o *New York Times* é um tradicional reduto da opinião mais esclarecida ou mais equilibrada nos EUA. Imagine-se o que não é publicado em Milwaukee ou Kansas City sobre o tema...

po, pode-se presumir que o declínio econômico relativo dos EUA, em comparação com o Japão e o bloco europeu, também alimente a preocupação americana em reforçar o seu controle e influência sobre o Hemisfério Ocidental, inclusive no que tange a questões monetárias.

Seja qual for o peso que se queira atribuir a essas considerações sobre o contexto internacional mais amplo, o fato inegável é que países como o Brasil se defrontam hoje com um quadro completamente distinto daquele que prevalecia até poucos anos atrás. Nessa situação, a incapacidade de estabilizar a moeda nacional pode acabar trazendo graves consequências para o país na forma de erosão ou perda de elementos essenciais da soberania.

Observe-se, finalmente, que a América Latina não tem sido o único alvo de recomendações neocoloniais em matéria de reorganização monetária. O mesmo tipo de "solução" vem sendo aventado para a Rússia e outras repúblicas da ex-URSS. Já vimos que a Estônia adotou um *currency board* lastreado no marco alemão em 1992. Em diversos documentos, o caso da Estônia é considerado um modelo potencial para alguns países da região.⁽⁴⁰⁾ Um exemplo entre muitos é um trabalho recente da Heritage Foundation, um *think-tank* de orientação conservadora sediado em Washington, no qual se defende a tese de que a Rússia e outras repúblicas da antiga União Soviética também deveriam criar *currency boards* como meio de "retirar a política monetária das mãos dos políticos" e alcançar a estabilidade da moeda. A diretoria de novo órgão emissor deveria incluir personalidades competentes e preeminentes, não só nacionais como também estrangeiras, de forma a aumentar a credibilidade do *currency board* aos olhos do público e minimizar pressões políticas. (KARNER, 1993, p. 3, 28).

11. Supressão do Emprestador de Última Instância

Não se deve perder de vista, além disso, que quando a base monetária fica rigorosamente condicionada à existência de uma contrapartida pelo menos igual sob a forma de reservas de liquidez internacional, desaparece também a possibilidade de socorrer o sistema bancário, ou seja, deixa de existir um emprestador de última instância em moeda nacional e aumenta a vulnerabilidade das instituições financeiras internas. A autoridade monetária

(40) Ver, por exemplo, HANSSON (1993, p. 1). O exemplo da Estônia parece já ter influenciado a reforma monetária realizada em 1993 no Quirguistão, com apoio do FMI. (*Idem*, p. 15).

ria passa a só poder exercer esta função clássica se dispuser de reservas excedentes (em relação a seu passivo monetário) ou acesso garantido e imediato a linhas de crédito no exterior.

Como não poderia deixar de ser, esta dificuldade é reconhecida nos trabalhos que o departamento de pesquisa do Fundo Monetário tem realizado sobre o tema no passado recente. Um deles destaca que uma das "críticas fundamentais" que se pode fazer à dolarização é a de "*forçar o sistema a operar sem um 'emprestador de última instância', a menos que os bancos domésticos estejam plenamente integrados ao 'Fed' (i.é., ao banco central emissor da moeda estrangeira).*" Salvo nessa última hipótese, observam os autores do texto, "*a dolarização deixará os bancos domésticos em desvantagem com respeito aos bancos estrangeiros, uma vez que estes têm normalmente o benefício de um 'emprestador de última instância'*"⁽⁴¹⁾

O mesmo argumento foi colocado, de forma mais contundente, por um dos autores do trabalho acima citado, por ocasião da já mencionada conferência organizado pelo Banco Mundial:

"(...) setting a currency board [in a Latin American country] would be much like having New Jersey set up banks without the benefit of these banks belonging to the Federal Reserve System. It would be unlikely to be deemed a good policy. Thus, an unwelcome characteristic of currency boards is that they make domestic banks particularly vulnerable to runs. In the midst of a run, increasing interest rates may not be effective if you are a debtor. It may work for a little while only because people want to speculate, but eventually it kills you from a fiscal point of view."(CALVO, 1992, p. 40).

A criação de um *currency board*, ou a definição de uma regra monetária do mesmo tipo para o banco central, só se torna realmente factível se a base de depósitos do sistema financeiro é pequena e se o que se pretende é lastrear a emissão de notas em uma economia pouco sofisticada do ponto de vista financeiro.(MCKINNON, 1992, p. 101). Quando as circunstâncias não são essas, a regra monetária termina por deixar o sistema financeiro nacional mais vulnerável a corridas bancárias e - se não é abandonada quando uma corrida começa a se manifestar - pode conduzir a uma crise financeira profunda.⁽⁴²⁾

(41) CALVO & VÉGH (1992a, p. 6, 7). Ver, também, WALTERS (1989, p. 113).

(42) CALVO & VÉGH (1992a, p. 27). Problemas dessa natureza podem aparecer mesmo em economias com sistemas financeiros pouco desenvolvidos. No caso da Estônia, por exemplo, a criação do *currency board* foi seguida de uma grave crise bancária que acabaria resultando no

Por esses e outros motivos, é de se esperar que a dolarização tenda a acarretar uma desnacionalização do setor bancário, seja gradualmente, pela perda de competitividade das instituições locais, seja pelo desaparecimento destas últimas em momentos de crise financeira. Evidentemente, pode-se fazer face a esse tipo de risco reforçando a supervisão bancária, estabelecendo reservas obrigatórias elevadas para os bancos, em especial sobre depósitos em moeda estrangeira, ou, como sugere outro estudo do departamento de pesquisa do Fundo, estimulando bancos internacionais a constituírem filiais dentro do país.⁽⁴³⁾ Nesse último caso, a desnacionalização do setor financeiro seria incentivada pelo próprio governo como forma de diminuir o risco sistêmico associado à dolarização...

Nos *currency boards* dos tempos coloniais, a perda de flexibilidade nos planos fiscal e financeiro não constituía motivo para maiores preocupações. Na eventualidade de uma emergência provocada, por exemplo, por algum desastre climático ou ameaça militar, a responsabilidade última era do governo da metrópole. Além do mais, as colônias não costumavam dispor de sistemas bancários próprios, controlados por residentes. Os bancos nas colônias inglesas, por exemplo, eram em geral filiais de bancos londrinos. (OSBAND & VILLANUEVA, 1992, p. 16) Na hipótese de uma insuficiência de liquidez bancária, não era da autoridade monetária colonial que se esperava socorro, mas das matrizes localizadas em Londres e, em último caso, do Banco da Inglaterra.

Não é preciso ser um grande conhecedor da economia brasileira para perceber o quanto a sua estrutura financeira difere desse paradigma colonial. Note-se, ademais, que a eliminação do emprestador de última instância ocorreria justamente no momento em que a queda da inflação viria exigir um ajustamento provavelmente expressivo da parte de um sistema financeiro acostumado a operar com inflação alta.

fechamento, em novembro de 1992, de três bancos responsáveis por depósitos equivalentes a quase 40% do M3. As dificuldades desses bancos tiveram origem, pelo que se sabe, no congelamento de depósitos mantidos em Moscou e no acúmulo de empréstimos de qualidade duvidosa. (International Monetary Fund, 1993a, p. 37-8 e BENNETT, 1992, p. 19). Bennett afirma que os três bancos poderiam ter sobrevivido por mais tempo se o suprimento de recursos por parte do Banco da Estônia não estivesse submetido às regras do *currency board* e ao acordo *stand-by* com o Fundo: "*Reflecting, in part, the constraint placed on the Bank of Estonia in its ability to provide liquidity to the banking system, the latent insolvency (...) was rapidly translated into illiquidity.*" (*Idem*, p. 19)

- (43) OSBAND & VILLANUEVA (1992, p. 10, 11). Calvo defende o mesmo ponto de vista de forma mais enfática: "*I don't think dollarization is a solution, unless you can have dollarization without domestic banks. You have dollarization and you also use foreign banks; the foreign banks have total backing or the same backing that American banks have here [in the United States]. Otherwise, these kinds of systems are vulnerable.*" (CALVO, 1992, p. 40).

Dois setores da economia brasileira teriam, portanto, muito a perder com a dolarização: o setor exportador (pela apreciação real do câmbio) e o sistema bancário nacional (pela supressão da rede de segurança proporcionada pelo banco central). A conhecida importância econômica e política desses setores ajuda a entender porque o Brasil ainda resiste às terapias de tipo dolarizante. Para que esta abordagem se torne politicamente factível talvez seja necessário que a crise inflacionária produza um grau maior de desarticulação da estrutura econômico-financeira do País.

12. Persistência dos Processos de Dolarização

Apesar do que foi dito nas seções anteriores, a dolarização ainda poderia ser aceita como um instrumento válido se os problemas por ela provocados constituíssem um preço transitório a ser pago para alcançar certos objetivos de política econômica, tais como a imposição de disciplina a um sistema político perdulário (pela proibição de emitir sem contrapartida em reservas) ou a restauração dos circuitos domésticos de crédito e a contenção da fuga de capitais para o exterior (pela permissão de operações dolarizadas no sistema financeiro local). O problema é que os processos de dolarização podem revelar-se uma via de mão única. Nesse particular, a experiência latino-americana é clara e cristalina: medidas de dolarização, ainda que anunciadas como temporárias, tendem a se perpetuar. Ressalte-se que isso ocorre mesmo quando se consegue sucesso em matéria de controle da inflação em moeda nacional.⁽⁴⁴⁾

A presença de histerese ou irreversibilidade nos processos de dolarização em economias como as latino-americanas, caracterizadas em geral por longa história inflacionária, parece um fenômeno até certo ponto previsível. Tornar a moeda nacional conversível em dólar, permitir aplicações no exterior sem limitações, autorizar depósitos em dólar no sistema financeiro local, ou tomar outras medidas do mesmo gênero, conduz ao desenvolvimento e à cristalização de hábitos financeiros que depois demoram a se modificar em bases voluntárias. Uma vez consolidado o costume de usar a moeda estrangeira, passa a ser quase impossível induzir os agentes econômicos a voltar a empregar na mesma medida a moeda local, tradicionalmente mais propensa à desvalorização.

Na prática, a legalização de um sistema bimonetário pode acarretar até mesmo a imobilização ou perda permanente de instrumentos vitais de

(44) Ver, por exemplo, EDWARDS (1992, p. 19-20) e BATISTA JR. (1993c, p. 6, 7).

política econômica. Recorde-se que a conversibilidade da moeda nacional ou a retirada de restrições ao uso interno do dólar vêm muitas vezes acompanhadas da fixação da taxa nominal de câmbio. Como ressalta trabalho realizado recentemente no âmbito do Banco Interamericano de Desenvolvimento, essa combinação de medidas pode criar uma situação em que não seja mais factível voltar a usar a taxa de câmbio para atingir determinados objetivos ou responder a movimentos nos termos de troca e outras variáveis fora do controle da política econômica.(CLAASSEN, 1993, p. 7) De fato, se grande parte das operações financeiras domésticas estão denominadas em moeda externa, uma desvalorização cambial pode transtornar por completo as relações de débito e crédito dentro da economia, desencadear instabilidade financeira e ameaçar a solvência de famílias, empresas e bancos que apresentem descasamento entre a composição monetária de seus ativos e passivos ou de suas receitas e despesas. Esse parece ser um dos motivos pelos quais a Argentina, por exemplo, tanto reluta em mover a sua taxa de câmbio, em que pesem as evidências flagrantes de defasagem cambial.⁽⁴⁵⁾

A experiência da Bolívia desde 1985 é o caso mais conhecido de histerese em um processo de dolarização. Como se sabe, a Bolívia foi o primeiro país da América Latina a experimentar uma hiperinflação aberta e também o primeiro a aplicar um programa bem-sucedido de hiperestabilização.⁽⁴⁶⁾ O êxito do programa de combate à inflação não se refletiu, contudo, em desdolarização da economia. Ao contrário, os indicadores disponíveis apontam para um processo persistente de dolarização no sistema bancário boliviano, com os depósitos em moeda estrangeira acusando crescimento quase contínuo como proporção dos depósitos totais.(CLEMETS & SCHWARTZ, 1992, p. 2a) Em 1992, sete anos depois do início de uma estabilização exitosa, os depósitos dolarizados representavam nada menos que 80% do total do M2 em moeda nacional e estrangeira.(CLAASSEN, 1993, p. 7) Considerando também as contas mantidas por bolivianos no exterior, a participação dos depósitos em divisas permaneceu quase sempre acima de 80% no período 1985-92 (Tabela 2).

(45) O mesmo problema existe no Peru, onde a preocupação em corrigir uma grave sobrevalorização cambial esbarra no fato de que a maior parte dos depósitos bancários e dos empréstimos ao setor privado está denominada em dólares. (VELARDE, 1992, p. 71-2).

(46) Sobre o programa de estabilização, iniciado na Bolívia em agosto de 1985, ver, por exemplo, MORALES & SACHS (1990, p. 238-51). Esse programa incluiu medidas de dolarização parcial da economia, entre as quais a permissão para que residentes abrissem contas em dólares nos bancos locais. (CLEMETS & SCHWARTZ, 1992, p. 2 e BATISTA JR., 1993c, p. 6,7).

TABELA 2
BOLÍVIA: DEPÓSITOS EM MOEDA NACIONAL E
ESTRANGEIRA NO PAÍS E DEPÓSITOS DE BOLIVIANOS
NO EXTERIOR
(Em milhões de US\$)

	Saldos em Fim de Período				
	Depósitos em moeda nacional*(1)	Depósitos em moeda estrangeira** (2)	Depósitos de bolivianos no exterior*** (3)	Total (4) [(4)=(1)+(2)+(3)]	[(2)+(3)] / (4) (em %)
Junho 85	198	----	420	618	68,0
Dezembro 85	46	21	410	477	90,5
Junho 86	84	58	310	452	81,4
Dezembro 86	122	147	290	559	78,1
Junho 87	113	242	290	645	82,5
Dezembro 87	110	231	320	661	83,4
Junho 88	100	280	380	759	86,9
Dezembro 88	120	340	420	881	86,3
Junho 89	120	344	440	904	86,7
Dezembro 89	109	476	540	1.125	90,3
Junho 90	121	570	500	1.191	89,8
Dezembro 90	146	648	480	1.274	88,5
Junho 91	170	817	370	1.357	87,5
Dezembro 91	228	952	510	1.689	86,5
Junho 92	274	1.069	420	1.764	84,4
Dezembro 92	284	1.231	360	1.875	84,8

Notas: * Depósitos à vista, a prazo e de poupança no Banco do Estado, nos bancos comerciais privados e no departamento comercial do Banco Hipotecário Nacional. A partir de 1989, os dados também incluem as contas do departamento hipotecário do Banco Hipotecário Nacional.

** Depósitos em divisas nos bancos mencionados na nota anterior. Inclui os depósitos em moeda nacional indexados ao dólar.

*** Depósitos bancários em 33 centros bancários internacionais --- Alemanha, Antilhas Holandesas, Arábia Saudita, Austrália, Áustria, Bahamas, Bahrein, Bélgica, Canadá, Coreia, Chile, Dinamarca, Emirados Árabes Unidos, Espanha, Estados Unidos (inclusive nas sucursais de bancos norte-americanos nas Bahamas, Ilhas Cayman e Panamá), Filipinas, Finlândia, França, Holanda, Hong Kong, Ilhas Cayman, Irlanda, Israel, Itália, Japão, Líbano, Luxemburgo, Noruega, Portugal, Reino Unido, Singapura, Suécia e Suíça.

Fontes: Dados primários International Monetary Fund, *International Financial Statistics*, vários números. Elaboração do autor.

Uma análise empírica realizada por técnicos ligados ao Fundo Monetário indica que embora o grau de dolarização dos depósitos no sistema bancário da Bolívia responda de forma estatisticamente significativa a dife-

renciais de juros e à expectativa de desvalorização cambial, o poder explicativo dessas variáveis é pequeno em comparação com o de variáveis que procuram captar a "inércia" do processo de substituição monetária.(CLEMMENTS & SCHWARTZ, 1992, p. 6-14) Esse tipo de resultado sugere que dificilmente se conseguirá induzir à desdolarização, de modo voluntário, pelo aumento das taxas de juro em pesos bolivianos ou por uma redução adicional da inflação doméstica.(CLEMMENTS & SCHWARTZ, 1992, p. 14) No estudo preparado para o BID, Claassen faz avaliação semelhante do caso da Bolívia e acaba concluindo que, nessas circunstâncias, a moeda nacional deve chegar a ser mais forte que o dólar durante um longo período para que possa inverter o processo de substituição monetária!(CLAASSEN, 1993, p. 7)

Processos posteriores de estabilização em outras economias sul-americanas que também passaram por períodos de hiperinflação aberta parecem confirmar a presença de histerese no processo de dolarização. No Peru, o grau de dolarização no sistema bancário também aumentou substancialmente durante um período de queda pronunciada da inflação interna. Entre fins de 1990 e meados de 1993, enquanto a inflação em doze meses caía de 7.650% para cerca de 50%, os créditos em moeda estrangeira aumentaram de 64% para 77% como proporção do crédito total dos bancos comerciais em operação no Peru. No mesmo período, a participação dos depósitos em moeda estrangeira nos depósitos totais dos bancos comerciais cresceu de 63% para mais de 80%.⁽⁴⁷⁾ Levando-se em conta as aplicações bancárias fora do país, o peso relativo dos depósitos em moeda estrangeira permaneceu aproximadamente estável, flutuando entre 84% e 89% nos últimos anos (Tabela 3).

(47) Fundación Cedeal (dez. 93, p. 173; ago. 93, p. 150). Os dados de inflação correspondem à variação dos preços ao consumidor. (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 1992, p. 45; 1993b, p. 68). As próprias autoridades peruanas não parecem depositar maiores esperanças na possibilidade de reverter o processo de dolarização no curto ou até mesmo no longo prazo. Veja-se, por exemplo, o que diz a esse respeito Carlos Boloña Behr, Ministro das Finanças e da Economia do governo Fujimori entre fevereiro de 1991 e janeiro de 1993: "*Dollarization started during the period of instability; (...) now it has been made explicit. Why should we force people to believe in our domestic currency when we have been cheating them for 30 years? It will take time; that's something we must consider as we analyse dollarization. After hyperinflation, people don't believe in their own currency very readily; it takes 5-15 years.*" (BEHR, 1992, p. 69).

TABELA 3
PERU: DEPÓSITOS EM MOEDA NACIONAL E
ESTRANGEIRA NO PAÍS E DEPÓSITOS DE PERUANOS
NO EXTERIOR
(Em milhões de US\$)

	Saldos em Fim de Período				
	Depósitos em moeda nacional*(1)	Depósitos em moeda estrangeira**(2)	Depósitos de peruanos no exterior***(3)	Total (4) [(4)=(1)+(2)+(3)]	[(2)+(3)] / (4) (em %)
Setembro 90	402	435	2.680	3.517	88,6
Dezembro 90	444	756	2.630	3.830	88,4
Março 91	621	1.038	2.700	4.359	85,8
Junho 91	562	1.441	2.690	4.693	88,0
Setembro 91	750	1.814	2.600	5.164	85,5
Dezembro 91	738	2.144	2.460	5.342	86,2
Março 92	891	2.360	2.430	5.681	84,3
Junho 92	770	2.262	2.390	5.422	85,8
Setembro 92	711	2.430	2.390	5.531	87,1
Dezembro 92	734	2.663	2.230	5.627	87,0
Março 93	767	3.049	2.060	5.876	86,9

Notas: * Em bancos comerciais. Valores convertidos em dólares pela taxa de câmbio do mercado paralelo de fim de período.

** Em bancos comerciais no Peru.

*** Depósitos bancários em 33 centros bancários internacionais --- Alemanha, Antilhas Holandesas, Arábia Saudita, Austrália, Áustria, Bahamas, Bahrein, Bélgica, Canadá, Coreia, Chile, Dinamarca, Emirados Árabes Unidos, Espanha, Estados Unidos (inclusive nas sucursais de bancos norte-americanos nas Bahamas, Ilhas Cayman e Panamá), Filipinas, Finlândia, França, Holanda, Hong Kong, Ilhas Cayman, Irlanda, Israel, Itália, Japão, Líbano, Luxemburgo, Noruega, Portugal, Reino Unido, Singapura, Suécia e Suíça.

Fontes: Dados primários — Fundación Cedeal, "Situación Latinoamericana", vários números; e International Monetary Fund, *International Financial Statistics*, vários números. Elaboração do autor.

Embora de forma bem menos intensa, a Argentina também experimentou dolarização crescente no seu sistema bancário após a promulgação da Lei de Conversibilidade em abril de 1991. Entre março de 1991 e agosto de 1993, os depósitos em moeda estrangeira dentro do país cresceram quase cinco vezes em termos absolutos e a sua participação no total do M3 em moeda estrangeira e nacional aumentou de 31% para 38%, em que pese a queda abrupta da inflação que passou de 1.344% no ano de 1990 para menos de 10% nos doze meses até agosto de 1993.⁽⁴⁸⁾ Contudo, esse crescimento

(48) Ministério de Relaciones Exteriores y Culto (dez. 91, p. 4,5; ago. 93, p. 4,5). Comisión Económica para América Latina y el Caribe (1992, p. 45; 1993b, p. 22).

dos depósitos em moeda estrangeira dentro da Argentina reflete, em parte, a diminuição dos depósitos de argentinos no exterior. A incorporação de dados referentes a aplicações externas revela um aumento da importância relativa dos depósitos em moeda argentina, em contraste com o que ocorreu na Bolívia e no Peru (Tabela 4). De toda maneira, o que se constata é que após dois anos de inflação baixa, e a despeito de uma garantia legal contra a desvalorização cambial, os depósitos em pesos ainda representavam menos da metade do total de depósitos bancários de argentinos.

TABELA 4
ARGENTINA: M3 EM MOEDA NACIONAL, DEPÓSITOS
EM MOEDA ESTRANGEIRA NO PAÍS E DEPÓSITOS DE
ARGENTINOS NO EXTERIOR
(Em milhões de US\$)

	Depósitos em moeda nacional* (1)	Depósitos em moeda estrangeira na Argentina** (2)	Depósitos de argentinos no exterior*** (3)	Total (4) [(4)=(1)+(2)+(3)]	[(2)+(3)] / (4) (em %)
Dezembro 90	10.944	2.828	17.020	30.792	64,5
Março 91	7.502	3.388	17.370	28.260	73,5
Junho 91	9.221	4.598	17.340	31.159	70,4
Setembro 91	10.476	5.723	17.340	33.539	68,8
Dezembro 91	12.950	6.556	16.950	36.456	64,5
Março 92	14.477	7.899	16.250	38.626	62,5
Junho 92	17.514	9.058	15.760	42.332	58,6
Setembro 92	19.296	10.344	15.480	45.120	57,2
Dezembro 92	20.461	10.926	14.960	46.347	55,9
Março 93	22.263	12.768	14.640	49.671	55,2

Notas: * Inclui M1, depósitos de poupança e depósitos a prazo fixo. Média dos saldos diários.

** Média dos saldos diários.

*** Depósitos bancários em 33 centros bancários internacionais --- Alemanha, Antilhas Holandesas, Arábia Saudita, Austrália, Austrália, Bahamas, Bahrein, Bélgica, Canadá, Coreia, Chile, Dinamarca, Emirados Árabes Unidos, Espanha, Estados Unidos (inclusive nas sucursais de bancos norte-americanos nas Bahamas, Ilhas Cayman e Panamá), Filipinas, Finlândia, França, Holanda, Hong Kong, Ilhas Cayman, Irlanda, Israel, Itália, Japão, Líbano, Luxemburgo, Noruega, Portugal, Reino Unido, Singapura, Suécia e Suíça. Saldos em fim de período.

Fontes: Dados primários --- International Monetary Fund, *International Financial Statistics*, vários números; e Ministério de Relaciones Exteriores y Culto, "Argentina: Principales Indicadores Económicos", mimeo, Proyecto Relaciones Internacionales y Política Económica, vários números. Elaboração do autor.

13. Dolarização em uma Economia de Porte Continental

Algumas das dificuldades típicas das estabilizações de gênero dolarizante tendem a ser menores ou podem ser enfrentadas com mais eficácia no caso de economias de pequena dimensão. Como o coeficiente de abertura comercial da economia costuma ser mais elevado em economias menores, os bens e serviços comerciáveis têm uma influência maior sobre os índices de preços domésticos. Ademais, por serem mais abertas, essas economias tendem a se dolarizar rapidamente em períodos de inflação alta, ou seja, os preços de produtos não-comerciáveis e mesmo os salários se indexam com mais facilidade à taxa cambial. Dadas essas condições, a estabilização do câmbio nominal tem impacto forte e imediato sobre a taxa de inflação e resulta, assim, em grau menor de valorização do câmbio real.

No caso de economias pequenas, também é mais fácil mobilizar suporte financeiro externo para um processo de estabilização. Com um montante de recursos que constitui aporte relativamente modesto para os países credores e as entidades multilaterais de financiamento, torna-se possível formar um fundo de estabilização suficiente para contribuir de forma apreciável, e até decisiva, para a sustentação da estabilidade cambial e o financiamento do governo na etapa inicial do ajustamento. (BATISTA JR., 1983b, p. 81-2)

Para uma economia de dimensão continental como a brasileira, essas circunstâncias atenuantes não existem.⁽⁴⁹⁾ Apesar da liberalização comercial dos últimos anos, o grau de abertura permanece relativamente baixo, como seria de se esperar em uma economia do porte da brasileira. Os preços dos bens e serviços não-comerciáveis, e em especial os salários, demoram a referenciar-se ao dólar, em que pesem a inflação alta e as sucessivas violências a que foi submetido o sistema de indexação doméstico. Isso favorece o surgimento de defasagens cambiais toda vez que o governo se anima a

(49) Esse foi um dos comentários feitos pelo Prêmio Nobel de Economia, James Buchanan, em entrevista-concedida quando de sua recente visita ao Brasil. Perguntado sobre a conveniência de o País adotar um *currency board*, Buchanan respondeu: "*Para um país pequeno como a Estônia, parece uma experiência certa. Hong Kong fez o mesmo. O Brasil é diferente pelo tamanho, e há risco de problema. O País fica dependente de quem tem moeda forte. O Brasil precisaria ter sua própria moeda. É como se você dissesse: 'Já que eu não consigo me controlar, vou delegar isto a outros países.' Não quero ser negativo, mas creio que não é suficiente no caso do Brasil.*" Entrevista publicada pelo *Jornal da Tarde* em 10 de setembro de 1993, p. 9.

lançar uma âncora cambial, a exemplo do que ocorreu quando da prefixação cambial de 1980 ou durante o plano Cruzado, em 1986.

Como não se consegue, além disso, negociar apoio oficial externo em quantidade compatível com o tamanho da economia e das suas necessidades de financiamento pós-estabilização, os déficits de balanço de pagamentos em transações correntes passam a ser financiados, na melhor das hipóteses, com a tomada de recursos nos mercados financeiros internacionais, geralmente por prazos curtos e pagando *spreads* elevados. O resultado acaba sendo uma crise de balanço de pagamentos e a impossibilidade de continuar sustentando a taxa cambial fixada ou prefixada.

Se a âncora cambial vem acompanhada de um compromisso com a conversibilidade e de medidas de liberalização do mercado cambial, tais como a eliminação de controles sobre o movimento de capitais, a posição do setor externo torna-se potencialmente ainda mais frágil. Nessas condições, ao crescimento do déficit em transações correntes se adiciona uma maior volatilidade da conta de capitais do balanço de pagamentos, o que pode contribuir para apressar o colapso cambial.

Não é incomum que mesmo defensores do *currency board* ou de esquemas parecidos de reforma monetária costumem ressaltar que essas opções não são apropriadas para economias maiores. Veja-se, por exemplo, o que afirma a respeito Robert Mundell:

"I believe that a currency-board system represents an interesting option for small countries which can peg their currencies to a larger neighbor.(...) For small countries, international prices are fixed and the exchange rate becomes the most important variable, to which other variables can adapt.

It is a less attractive option for larger countries (...) [where] international goods represent a smaller share of total output, and it is less clear that all prices should be made to adapt to the international prices. For very large, closed economies, the share of international goods may be so small that a currency-board system would be the famous case of the tail wagging the dog."(MUNDELL, 1992a, p. 45)

Esse ponto de vista também foi defendido por Ronald McKinnon com os mesmos argumentos e referência expressa ao Brasil:

"In order to get the full advantage of using an outside reserve currency in the fixed exchange-rate regime associated with the currency board, you have to have very free commodity and financial arbitrage with the outside world. The outside world really dominates the internal price structure of the country that you are considering for the currency board. Thus, it's no accident that currency boards have been established in entrepot centers like Hong Kong, Singapore and Panama.

(...) In contrast, Brazil is a large continental economy. (...) Even if you have some kind of fixed exchange rate and free trade, international commodity arbitrage would be insufficient for Brazil to be a good candidate for a currency board - even if Brazil's public debt problems could be resolved."(MCKINNON, 1992, p. 102)

Duas características da própria estrutura do comércio exterior brasileiro parecem tornar a economia particularmente vulnerável aos problemas de balanço de pagamentos frequentemente associados à âncora cambial. Uma é a diversificação geográfica do comércio, a outra a elevada participação de produtos industrializados na pauta de exportações.

Uma economia como a brasileira, cujo comércio se distribui pelo mundo inteiro, corre naturalmente o risco de pagar um preço elevado quando o governo estabelece uma vinculação rígida com a moeda de determinado país. Nessas condições, o ônus decorrente da perda de autonomia cambial é maior do que no caso de uma economia comercialmente integrada à economia emissora da moeda âncora. Como os EUA absorvem 20% a 25% das exportações do Brasil, o dólar pesa bem menos na formação da taxa efetiva de câmbio do cruzeiro do que, por exemplo, na do peso mexicano ou na da maioria das moedas centro-americanas.⁽⁵⁰⁾ Uma forte valorização internacional do dólar (e a conseqüente automática valorização efetiva do cruzeiro) se associaria à inevitável apreciação real da taxa bilateral com o dólar para produzir perda acentuada de competitividade externa.

(50) O México destinou para os EUA nada menos que 71% de suas exportações totais no período 1988-92, em média. No mesmo período, os EUA absorveram 23% das exportações brasileiras. (International Monetary Fund, 1992, p. 111, 279; 1993b, p. 23, 87).

Observe-se, finalmente, que a perda de competitividade pode ter efeitos mais rápidos quando é maior a participação das exportações industriais, em geral mais sensíveis à taxa de câmbio no curto prazo. No Brasil, com os manufaturados respondendo por 50% a 60% do total exportado, os efeitos de uma âncora cambial talvez se fizessem sentir em prazo mais curto do que em países como a Argentina, por exemplo, onde preponderam as exportações agropecuárias. (BATISTA JR., 1993c, p. 10)

Em resumo, ao contrário do que às vezes se supõe, o Brasil não se ajusta confortavelmente ao figurino da dolarização, mais aplicável, *if at all*, a economias como as centro-americanas: pequenas, comercialmente integradas aos EUA e exportadoras de produtos primários.

14. Independência Monetária como Dimensão Essencial da Soberania Nacional

O grande cientista político e economista francês do século XVI, Jean Bodin, ao desenvolver o conceito de soberania tratou o direito de produzir moeda própria como um de seus aspectos mais importantes e essenciais.⁽⁵¹⁾ Desde a constituição do Estado nacional na sua forma moderna, a soberania monetária tem sido universalmente reconhecida como uma prerrogativa central dos governos de países independentes.

Uma inflação prolongada e intensa significa, entretanto, uma quebra da confiança na capacidade do Estado de exercer esta prerrogativa de forma socialmente adequada. Entendida como mecanismo de estabilização, a chamada dolarização não é mais do que a legalização e o reconhecimento oficial desse processo de erosão da soberania monetária. Constitui, por assim dizer, uma confissão de fracasso, e de incapacidade de restabelecer a ordem monetária por meios próprios.⁽⁵²⁾

(51) Citado por HAYEK (1991, p. 130-31).

(52) Como nota Celso Martone, a dolarização da economia é "*um atestado formal de incompetência do governo (e da sociedade) em administrar sua própria moeda, delegando essa responsabilidade a uma nação estrangeira. (...) a dolarização é um neocolonialismo monetário que algumas nações voluntariamente adotaram após mais de um século de independência política. Esse atestado de incompetência revela algo mais profundo: o fracasso dessas nações como sociedades cultural, econômica e politicamente organizadas.*" (MARTONE, 1993, p. 21).

Não por acaso, o recurso à dolarização traz uma enorme perda de independência. Significa, como vimos, abdicar da possibilidade de desenvolver políticas próprias nas áreas monetária e cambial. Implica ficar rigidamente atrelado às decisões do tesouro e do banco central americanos, sem com isso adquirir qualquer direito ou possibilidade de influenciá-las. Gera, além disso, perda de competitividade internacional e, portanto, dependência de financiamentos externos, obtidos muitas vezes em condições adversas de prazo e custo. Aumenta, por isso, o risco de crises de balanço de pagamentos que colocam o país à mercê de interesses e pressões estrangeiras. Aumenta, também, a vulnerabilidade das instituições financeiras nacionais, que passam a operar sem prestador de última instância, e produz uma tendência à desnacionalização do sistema financeiro do país. O pior é que medidas de dolarização tendem a se perpetuar, posto que resultam na cristalização de práticas financeiras de difícil reversão, como revela a experiência de vários países latino-americanos que tomaram esse rumo no passado recente.

Com todos esses inconvenientes, a dolarização deveria ser considerada um último recurso, a ser adotado apenas depois de esgotadas todas as possibilidades de solução interna. Pode ser que essa fosse a situação de alguns países vizinhos que foram conduzidos a se comprometer, em maior ou menor grau, com diferentes modalidades de dolarização. Mas parece difícil acreditar que o Brasil já tenha chegado a esse ponto. Uma economia da complexidade e dimensão da brasileira tem condições de encontrar dentro de si mesma os recursos e a energia necessários para escapar do atoleiro inflacionário e retomar o desenvolvimento.

Referências Bibliográficas

I. Legislação, Documentos Oficiais e Fontes de Estatísticas.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Brasil programa econômico*, v. 18, set. 1988.

_____. *Brasil programa econômico*, n. 35, dez. 1992.

_____. *Boletim do Banco Central*, v. 29, n. 12, dez. 1993.

_____. Nota para a imprensa. Jan. 1994. (*mimeo*)

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE. *Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe 1992*. Santiago de Chile: Naciones Unidas, 18 de diciembre de 1992.

_____. *Panorama económico de América Latina 1993*. Santiago de Chile: Naciones Unidas, Septiembre de 1993a.

_____. *Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe 1993*. Santiago de Chile: Naciones Unidas, 17 de diciembre de 1993b.

DEUTSCHE BUNDESBANK. *Monatsbericht*. Oktober, 1992.

_____. *Monatsbericht*. August, 1993.

FUNDACIÓN CEDEAL. *Situación latinoamericana*. Madri, vários números.

HAMMOND INCORPORATED. *Hammond atlas of the world: Concise edition*. Maplewood, New Jersey, 1993.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Direction of trade statistics: Yearbook*. 1992.

_____. Estonia recent economic developments. European II Department, March 17, 1993a. (*mimeo*)

_____. *Direction of trade statistics*. September 1993b.

_____. *International financial statistics*. vários números.

"Law of the Republic of Estonia on the Security of the Estonian Kroon". Supreme Council, Republic of Estonia, May 1992, tradução não-autorizada reproduzida como anexo a Hansson (1993, p. 22).

"Lei de Conversibilidade do Austral". *Revista de Economia Política*, v. 11, n. 4, out./dez. 1991.

MINISTÉRIO DE ECONOMIA. "Mensaje 444 al Honorable Congreso de la Nación". Buenos Aires, 20/3/1991. (*mimeo*)

MINISTÉRIO DE RELACIONES EXTERIORES Y CULTO. Argentina: principales indicadores económicos. Proyecto Relaciones Internacionales y Política Económica, Buenos Aires, vários números. (*mimeo*)

UNITED STATES CONGRESS. Foreign operations, export financing and related programs appropriations act, 1993. *United States Code Congressional and Administrative News*, v. 2, Public Law 102-391. St. Paul: West Publishing Co., 1992.

WORLD BANK. *Money, debt, inflation and forward-looking markets in Brazil*. Report n. 10286-BR, LAC, December, 1992b.

II. Livros e Artigos

- AUERNHEIMER, Leonardo. Inflation and forward looking markets in Brazil. Report to the World Bank, October 1991. (*mimeo*)
- BATISTA JR., Paulo Nogueira. Hiperinflação, ajuste fiscal e regressão monetária. *Novos Estudos CEBRAP*, n. 36, jul. 1993a.
- _____. Reforma monetária com âncora interna: uma alternativa à dolarização. *Indicadores Econômicos FEE*, v. 21, n. 2, ago. 1993b.
- _____. Dolarização, âncora cambial e reservas internacionais. *Revista de Economia Política*, v. 13, n 3, jul./set. 1993c.
- BEHR, Carlos Boloña. Stabilization policies in Peru. *In: "Conference on Currency Substitution and Currency Boards"*, World Bank, Washington D.C., 27-28 January 1992. (*mimeo*)
- BENNETT, Adam G.G. The operation of the Estonian currency board. International Monetary Fund, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, PPAA/92/3, December 1992. (*mimeo*)
- CALVO, Guillermo. Financial aspects of currency boards. *In: "Conference on Currency Substitution and Currency Boards"*, World Bank, Washington D.C., 27-28 January 1992. (*mimeo*)
- _____. & VÉGH, Carlos A. Currency substitution in developing countries: an introduction. International Monetary Fund, IMF Working Paper, WP/92/40, May 1992a. (*mimeo*)
- _____. Inflation stabilization and nominal anchors. International Monetary Fund, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, PPAA/92/4, December 1992b. (*mimeo*)
- CANAVESE, Alfredo J. Hyperinflation and convertibility based stabilization in Argentina. Buenos Aires: Instituto Torcuato di Tella, 1992. (*mimeo*)
- CAVALLO, Domingo. The Convertibility Plan. *In: "Conference on Currency Substitution and Currency Boards"*, World Bank, Washington D.C., 27-28 January 1992. (*mimeo*)
- CLAASSEN, Emil Maria. La dolarización de las economías en Argentina, Bolivia y Uruguay. *Políticas de Desarrollo*, Banco Interamericano de Desarrollo, Septiembre de 1993.
- CLEMENTS, Benedict & SCHWARTZ, Gerd. Currency substitution: the recent experience of Bolivia. International Monetary Fund, IMF Working Paper, WP/92/65, August 1992. (*mimeo*)

- EDWARDS, Sebastian. Dollarization in Latin America. *In*: "Conference on Currency Substitution and Currency Boards", World Bank, Washington D.C., 27-28 January 1992. (*mimeo*)
- FERRER, Aldo. As mudanças recentes na política econômica Argentina. *In*: VEIGA, Pedro Motta (org.), *Cone Sul: a economia política da integração*. Rio de Janeiro: Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior, 1991.
- FISHER, Stanley. Seigniorage and the case for national money. *In*: FISHER, Stanley, *Indexing, inflation and economic policy*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 1986.
- _____. Seigniorage and dollarization. *In*: "Conference on Currency Substitution and Currency Boards" World Bank, Washington D.C., 27-28 January 1992. (*mimeo*)
- HANKE, Steve & SCHULER, Kurt. Currency boards for Latin America. *In*: "Conference on Currency Substitution and Currency Boards", World Bank, Washington D.C., 27-28 January 1992. (*mimeo*)
- HANSON, James. Argentina's quasi-currency board. *In*: "Conference on Currency Substitution and Currency Boards", World Bank, Washington D.C., 27-28 January 1992. (*mimeo*)
- HANSSON, Ardo H. The Estonian kroon: experiences of the first year. Paper prepared for the CEPR conference on 'The Economics of New Currencies', Landeszentralbank in Hessen, Frankfurt, Germany, 28-29 June 1993. (*mimeo*)
- HAYEK, Friedrich A. Denationalisation of money: the argument refined. *In*: HAYEK, Friedrich A., *Economic freedom*. Oxford: Basil Blackwell, 1991.
- JOHNSON, Paul. Colonialism's back and not a moment too soon. *The New York Times Magazine*, April 18, 1993.
- KARNER, Marge. Chaos in the ruble zone: a currency board solution. The Heritage Foundation, Washington D. C., March 1993. (*mimeo*)
- KIGUEL, Miguel A. & LIVIATAN, Nissan. The business cycle associated with exchange rate-based stabilizations. *The World Bank Economic Review*, v. 6, n. 2, May 1992.
- LAL, Deepak. Notes on money, debt and alternative monetary regimes for Brazil. Paper prepared for the Development Policy Group, in the Vice President of Economics Office of the World Bank, January 1993. (*mimeo*)
- LLACH, Juan J. Las hiperestabilizaciones sin mitos. Buenos Aires: Instituto Torcuato Di Tella, Noviembre 1989. (*mimeo*)

- LOPES, Francisco L. O austral conversível. *Revista de Economia Política*, v. 11, n. 4, out./dez. 1991.
- MARTONE, Celso Luiz. Dolarização espontânea e induzida. *Informações Fipe*, n. 158, nov. 1993.
- MARX, Karl. *Das Kapital: Kritik der politischen Ökonomie*. Drittes Buch, Frankfurt/M: Verlag Ullstein, 1971. Primeira edição: 1894.
- McKINNON, Ronald. Round table on stabilization and currency boards. In: "Conference on Currency Substitution and Currency Boards", World Bank, Washington D.C., 27-28 January 1992. (*mimeo*)
- MELTZER, Allan H. Inflation and money in Brazil. World Bank, April 1991 (revised August 1991). (*mimeo*)
- MILL, John Stuart. *Principles of political economy*. Fairfield: Augustus M. Kelley Publishers, 1976. Primeira edição: 1848.
- MORALES, Juan Antonio & SACHS, Jeffrey D. Bolivia's economic crisis. In: SACHS, Jeffrey D. (org.), *Developing country debt and economic performance*. Chicago: The University of Chicago Press, 1990.
- MUNDELL, Robert. Currency boards, fixed exchange rates and monetary discipline. In: "Conference on Currency Substitution and Currency Boards", World Bank, Washington D.C., 27-28 January 1992a. (*mimeo*)
- _____. Discussion. In: "Conference on Currency Substitution and Currency Boards", *mimeo*, World Bank, Washington D.C., 27-28 January 1992b. (*mimeo*)
- OSBAND, Kent & VILLANUEVA, Delano. Independent currency authorities: an analytic primer. International Monetary Fund, IMF Working Paper, WP/92/50, July 1992. (*mimeo*)
- RESENDE, André Lara. Sem moeda forte, não se tem nada. *Exame*, 8/07/92.
- RODRIGUEZ, Carlos Alfredo. The Argentine Stabilization Plan of December 20th. *World Development*, v. 10, n. 9, 1982.
- _____. Inflation in Brazil. World Bank, May 1991. (*mimeo*)
- SAVALAINEN, Tapio. Estonia stabilizes economy through a currency reform. *IMF Survey*, International Monetary Fund, December 14, 1992.
- SILVA, Adroaldo Moura da. Em busca da estabilidade de preços. *Informações Fipe*, n. 145, set./out. 1992.
- SUMMERS, Larry. Rules, real exchange rates and seigniorage. In: "Conference on Currency Substitution and Currency Boards", World Bank, Washington D.C., 27-28 January 1992. (*mimeo*)

- TAVARES, Maria da Conceição. As políticas de ajuste no Brasil: os limites da resistência. *In: TAVARES, Maria da Conceição & FIORI, José Luís, Desajuste global e modernização conservadora*. São Paulo: Paz e Terra, 1993.
- VELARDE, Julio. Inflation and stabilization in Peru. *In: "Conference on Currency Substitution and Currency Boards"*, World Bank, Washington D.C., 27-28 January 1992. (*mimeo*)
- WALTERS, Alan. Currency boards. *In: EATWELL, John, MILGATE, Murray & NEWMAN, Peter (orgs.), The new palgrave money*. London: The Macmillan Press, 1989.
- _____. History of currency boards. *In: "Conference on Currency Substitution and Currency Boards"*, World Bank, Washington D.C., 27-28 January 1992. (*mimeo*)
- WORLD BANK. "Conference on Currency Substitution and Currency Boards". World Bank, Washington D.C., 27-28 January 1992a. (*mimeo*)

*

(Recebido em fevereiro de 1994. Aceito para publicação em abril de 1994).