

## A QUESTÃO DA ÂNCORA CAMBIAL (DOLARIZAÇÃO)

Roberto Balau Calazans  
Economista do GOF-Secretaria da Fazenda/RS  
Professor Unisinos, Mestre Economia UFRGS-IEPE

### S I N O P S E

**CALAZANS**, Roberto B. (1994) Política Econômica: A questão da âncora cambial (dolarização). **Perspectiva Econômica**. São Leopoldo, Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Vol. 29, n.º 85, Abril/Junho 1994, p. 51-58.

Este trabalho discute os elementos básicos sobre o debate em torno de uma âncora cambial (padrão dólar) como proposta à estabilização da economia brasileira, presentes em vários artigos de conjuntura. Nos anos recentes, têm surgido uma série de propostas a respeito da âncora cambial, do **currency boards**, da âncora monetária e do alongamento do perfil da dívida pública.

#### 1. Introdução

A resistência da inflação brasileira frente à terapia gradualista ortodoxa foi evidente. Mesmo com todo controle fiscal e monetário à época do Ministro Marcílio Marques, as taxas de inflação não cederam do patamar de dois dígitos. A equipe econômica posterior apenas relaxou o controle monetário e reduziu o patamar da taxa de juros reais sob forte pressão da sociedade. O novo ministro - Fernando Henrique Cardoso -, cercado de ampla credibilidade, apresentou um novo plano de ajuste imediato das contas pública, buscando zerar o déficit operacional em 1993 (1,9% do PIB em 1992). O conjunto de suas medidas ataca alguns problemas vitais do Estado: queda real da receita tributária, combate à sonegação, renegociação das dívidas dos Estados e Municípios, e acelera o processo de privatização, bem como sinaliza, ainda, para outras medidas visando à queda da inflação e o corte da espiral preço-salários. Como bem observa Tavares (1993, p.99), o Brasil esteve (está) em um processo de ajuste fiscal permanente, seja pelo lado da receita (1986-90), seja pela despesa (1980-84) - inclua-se agora 1992 -; ou pelo aumento da dívida pública (1987-89 e 1991-92). Os esforços fiscais têm sido inoperantes para sanear as contas públicas. Em 1990-91, o superávit primário (em média 4,5% do PIB) foi obtido graças ao contingenciamento de despesas, à queda real da folha de salários dos servidores e com à redução dos gastos de custeio e dos investimentos público.

Entre os vários economistas generaliza-se a opinião de que o gradualismo e as políticas monetárias e cambiais ativas são insuficientes para debelar inflação crônica e elevada, à medida que há um forte grau de indexação da economia, os esforços fiscais tornam-se inoperantes, e as expectativas são voláteis em virtude da falta de credibilidade das políticas econômicas

heterodoxas e ortodoxas assumidas no passado. Isso exige, pois, soluções diferentes das ditadas pelo pensamento econômico convencional. Nosso objetivo neste trabalho é apenas evidenciar os elementos básicos sobre o debate em torno de uma âncora cambial (padrão dólar) como proposta à estabilização da economia brasileira, presentes em vários artigos de conjuntura. Nos anos recentes, têm surgido uma série de propostas, tais como: a âncora cambial, o **currency boards**, a âncora monetária e o alongamento do perfil da dívida pública. O debate é reforçado, ainda, pela repulsa à saída ortodoxa, centrada na recessão e no desemprego, tendo em vista seus custos sociais extremamente elevados.

## 2. As Principais Idéias da âncora Cambial

Deve-se, primeiramente, fazer uma diferenciação entre conversibilidade e dolarização. O primeiro processo, tal como adotado na Argentina, define-se como um instrumento de política econômica passível ser utilizado na definição de um novo regime monetário e fiscal. Pelo Plano Cavallo, o governo assumiu, em lei, que a moeda argentina passasse a ser conversível ao dólar, tendo como âncora nominal uma taxa de câmbio pré-fixada. A solução argentina inova pela utilização desse instrumento, visando recompor a credibilidade de sua moeda. Por outro lado, a dolarização pode ser um processo espontâneo, onde a sociedade substitui sua moeda nacional pelo dólar, independentemente da decisão governamental.

O entendimento do processo de dolarização torna, pois, necessário definir previamente a relação intrínseca entre uma situação de inflação crônica e elevada e as funções essenciais da moeda. A moeda é meio de troca, ao servir de intermediária entre as transações de bens e serviços. Serve como unidade de conta, à medida que é instrumento de referência para o balizamento dos sistemas de preços relativos e contábeis e, ainda, para a racionalização dos custos de informação dos agentes econômicos. Na função meio de pagamento diferidos, a moeda atua como um instrumento básico de crédito, ou ainda para saldar dívidas no decorrer do tempo. Por fim, como reserva de valor, serve para garantia do estoque de riqueza dos indivíduos. Esta é a função que evidencia seu caráter especulativo, pois o indivíduo demanda moeda conforme as decisões de composição de seu portfólio de ativos financeiros. As decisões quanto à escolha entre moeda e títulos estabelecem a relação entre a demanda monetária e a taxa de juros.

Em uma situação de inflação crônica, como o caso brasileiro, a moeda deixa de cumprir plenamente suas funções de reserva de valor e de unidade de conta (vale notar que ainda não houve a ruptura do padrão monetário no país). De um lado, enquanto os agentes econômicos referenciam-se em seus ativos (financeiros ou reais) em outras unidades de conta, a moeda oficial deixa de balizar as principais relações contratuais de crédito e débito entre agentes econômicos. Numa situação de crise mais profunda, segundo Almeida, Belluzzo (1991, p.59), a hiperinflação se caracterizaria por "uma discordância generalizada entre os agentes privados e entre estes e o Estado quanto à possibilidade de imposição e aceitação de uma norma geral e impessoal, capaz de orientar os atos de troca, a fixação dos termos contratuais e atribuição de valor à riqueza e aos rendimentos".

Em outros termos, escapa ao Estado a gesto da oferta monetária e a capacidade de exercer uma política monetária ativa, livrando-se do financiamento via dívida mobiliária. Além disso, o regime monetário, representado por um conjunto de regras e normas que controlam a criação e destruição de moeda, torna-se ineficaz para dimensionar a liquidez do sistema,

já que a criação de moeda se endogeniza (vide a criação de moeda no mercado interbancário e pelos bancos estaduais). Desse modo, a sociedade perde a credibilidade na moeda para coordenar o sistema de preços relativos, as expectativas e as relações contratuais de mercado. Frente a esta situação, os agentes privados, agindo racionalmente, passam a escolher uma âncora de referência para guiar seus preços e contratos. Isso visa à preservação do valor real dos ativos patrimoniais e financeiros, assim como ancorar as expectativas em base a regime monetário confiável e duradouro. A escolha da taxa de câmbio como âncora nominal para exercer a coordenação de preços e dos contratos da economia, e sua fixação, identifica o processo de conversibilidade semelhante ao caso argentino.

Para Lara Rezende (1992, p.25), a dolarização, ao assumir a forma de conversibilidade, consiste em um processo que define como unidade de conta, o dólar, convertido à moeda nacional através de uma taxa de câmbio pré-fixada. A sua utilização desse instrumento de coordenação de preços e expectativas assume as seguintes alternativas: uma dolarização total; outra, de conversibilidade a estilo argentino, ou a do chamado **currency boards**, proposta por Lara Resende (1992).

No primeiro caso, a moeda nacional pode ser removida e substituída pelo dólar como unidade de conta oficial de nossa economia (caso do Panamá). No segundo caso, evidencia-se a experiência argentina, que estabelece uma taxa de câmbio fixa entre o dólar e a moeda nacional, comprometendo-se a um ajuste ortodoxo das contas públicas e a expansão da oferta monetária conforme as variações das reservas internacionais. Por último, surge a proposta de **currency boards**<sup>1</sup>. Esta consiste na criação de novo órgão emissor de moeda, independente e acima do Banco Central, cuja função primordial seria emitir uma moeda lastreada em dólar que conviveria paralelamente com o cruzeiro. As duas moedas legais coexistiriam durante um certo período de transição<sup>2</sup>.

Para os defensores da tese da âncora nominal como forma para desindexar economia nacional, essa alternativa restituiria ao sistema monetário as funções básicas da moeda. Primeiro, a taxa de câmbio coordenaria os preços e expectativas dos agentes econômicos e a moeda nacional recuperaria sua credibilidade. Segundo, os mecanismos de criação da moeda indexada seriam modificados com o novo regime monetário. Terceiro, o Estado seria obrigado a realizar forte ajuste em suas contas e na relação com os outros Poderes, podendo recuperar o controle da política monetária e do crédito público.

Considerando-se a experiência argentina, verifica-se que a adoção da conversibilidade simplesmente legitimou uma situação disseminada entre os diversos agentes privados daquele país. Dada a inexistência de um sistema financeiro forte e de regras de indexação generalizadas, os agentes privados já praticavam transações de compra e venda de ativos em base ao dólar. Além do que, a própria população já utilizava o dólar como meio de troca e/ou reserva de

---

<sup>1</sup>. Para uma discussão sobre o assunto, ver Resende (1992) e Neto (1992). Este último autor, ao resenhar o debate em torno do tema do **currency boards**, observa que a proposta de Lara Resende apresenta uma vantagem quanto ao **seigniorage** (receitas real derivada da emissão da base monetária), à medida que é totalmente apropriada pela economia nacional. No caso argentino, o governo abriu mão de uma parte dessa receita.

<sup>2</sup>. Simonsen (1991) criticou esta proposta por não examinar o que acontecerá na fase de transição, principalmente quanto à credibilidade do **Currency Board**. Além disso, sugere que haveria uma desvalorização cambial, dada a procura de dólares para substituir o cruzeiro como meio de troca. Decorreria uma aceleração da inflação em virtude da desvalorização cambial.

valor, frente à situação inflacionária. Em paralelo com Brasil, percebe-se uma diferença básica que bem denota as dificuldades iniciais de implantação desse processo no país. Aqui, contrariamente, existe um sistema de indexação e um mercado de títulos que pratica taxa de juros reais positivas, garantindo a atratividade dos títulos públicos e privados. As taxas de juros reais positivas, incentivada pela política monetária ativa de financiamento via dívida mobiliária, desestimula a fuga de capitais e a especulação em ativos de risco (ouro, dólar), apesar da crescente exacerbação das expectativas inflacionárias. Dentre as características do Plano Cavallo, cabe mencionar:

i) Conversibilidade da moeda argentina ao dólar, estabelecendo uma taxa de câmbio fixa entre o dólar e austral. Esta relação é de um dólar para dez mil austrais (em 1992 ocorreu a volta do peso e o corte de zeros). A taxa de câmbio fixa, uma das características desse tipo de plano, pressupõe que seja a taxa de equilíbrio, não contendo atrás de si nenhuma inflação residual que traga consequências sérias, como a sobrevalorização do câmbio oficial ou atraso cambial. A consistência do plano depende do controle da inflação residual de forma a não apreciar a taxa de câmbio real.

ii) A base monetária - soma do papel moeda em poder do público e as reservas bancárias - é plenamente conversível à moeda americana, tem sua expansão ditada pelo crescimento das reservas em dólar. Com isso se estabelece a relação entre o estoque da moeda e as reservas em dólar, levando à necessidade de um dinamismo na balança comercial.

iii) A disciplina fiscal do Tesouro é fundamental à medida que deixa de recorrer ao financiamento inflacionário junto ao Banco Central, encontrando-se impedido de se autofinanciar via emissão monetária. A política monetária torna-se passiva, variando conforme o crescimento das reservas cambiais.

### **3. As Pré-condições para o Estabelecimento da Ancora Cambial**

Estabelecidas as idéias básicas sobre a questão da âncora cambial, cabe agora indagar sobre a sua viabilidade. Para alguns autores, dentre eles, Simonsen (1991), a dolarização pressupõe que a questão do déficit público esteja equacionada. Outros autores, contrariamente, sugerem que o ajuste fiscal somente se viabilizaria após a estabilização da economia (Batista Júnior, Belluzo, 1992a). De qualquer forma, o combate ao déficit público exige que seja assumida uma orientação incisiva no que tange à condução da política fiscal. O ajuste requer que o governo deixe de buscar o financiamento monetário, ou através do aumento da dívida pública a juros reais elevados. Com a âncora cambial, a expansão da oferta monetária cresce em função da expansão das reservas cambiais e do processo de monetização da economia. No Brasil, afora outras componentes inerciais e expectacionais da inflação, o governo realimenta o déficit público através do financiamento via aumento da dívida pública. A expansão da dívida impõe o aumento real da dívida mobiliária, exaurindo a possibilidade do equilíbrio operacional. A adoção âncora cambial pressuporia, desse modo, uma disciplina fiscal muito rígida das esferas federal, estadual e municipal, acostumadas a gastar mais do que arrecadam. Portanto, reforma fiscal e a recuperação do crédito público exigiria, conseqüentemente, uma ampla negociação e rígido controle dos Ministérios, Estados e Municípios, bancos oficiais e sobre os gastos (custeio e investimentos) compressíveis dos diversos orçamentos públicos. Ao pressupor a eliminação do déficit público, percebe-se que esse tipo de estabilização pode conter um componente recessivo,

dependendo das medidas compensatórias a serem tomadas. Por isso, algumas medidas como programas sociais, combate ao desemprego e a fome e uma política de rendas (pré-fixação) ajudariam a amenizar as distorções distributivas inerentes à essa proposta.

Há duas questões relacionadas à correspondência dos meios de pagamentos e reservas em dólar. A primeira é o volume de reservas em dólares necessárias para lastrear o estoque de meios de pagamento da economia. Aqui reside uma das principais críticas à adoção da âncora cambial, pois o grau dolarização de nossa economia é baixo, inviabilizando a taxa de câmbio como instrumento coordenador de preços. Para mais US\$ 90 bilhões em poupança financeira existente no mercado, o nível de reservas internacionais é pouco superior a US\$ 20,0 bilhões de dólares, ocorrendo uma provável retração do estoque de moeda (que teria seu ritmo de expansão vinculado ao crescimento do volume de reservas) com a decretação da conversibilidade ao dólar. Ou seja, a adoção de um plano semelhante ao argentino criaria uma série de incertezas quanto à possível contração monetária, assim como impulsionaria a um processo especulativo de substituição imediata do cruzeiro pelo dólar, pressionando a cotação deste último. Acrescente-se a isso o fato de não existir uma cultura em dólar no Brasil tão disseminada quanto à argentina. Do ponto de vista político, tal situação acarretaria resistência dos trabalhadores que poderiam sofrer com a desindexação de seus contratos salariais, caso não fosse explicitada uma política de renda (como a prefixação, por exemplo).

A segunda questão diz respeito ao equilíbrio fiscal e externo. A escolha da taxa de câmbio como âncora nominal dos preços relativos traz à tona necessidade de definir a taxa de câmbio de equilíbrio, bem como não deixar que ela seja apenas um reflexo da evolução da inflação passada. Com a escolha da taxa de câmbio, ancorada no dólar, a economia nacional passa a ser dependente de uma moeda internacional, tendo sua flutuação ditada pelos ciclo político da economia americana e do mercado internacional. Assim, a estabilidade da economia passa a depender da flutuação do dólar, tirando, em boa medida, graus de liberdade na condução política monetária. Além disso, o risco de sobrevalorização da taxa de câmbio estará sempre presente, pois a redução da competitividade das exportações deterioraria o saldo da conta corrente na balança de pagamentos. Se por acaso ocorresse uma queda de liquidez em dólares, por exemplo, à redução das exportações, isso implicaria numa contração monetária. Como a política monetária torna-se passiva, a contração monetária resultante levaria o governo a elevar a taxa de juros, buscando financiamento via dívida mobiliária. A elevação da taxa de juros reduziria os investimentos privados e incentivaria às expectativas de desvalorização cambial, logo recriaria-se o mecanismo de inflação inercial.

Poderia haver desconfiança dos agentes privados quanto à capacidade do governo sustentar a conversibilidade da moeda nacional ao dólar. A garantia do governo honrar esse compromisso torna-se a condição fundamental para a manutenção do plano de estabilização, induzindo à redução das expectativas de inflação e fortalecendo a confiança no novo regime monetário e fiscal.

No que tange aos aspectos distributivos<sup>3</sup>, o processo de dolarização não garante a neutralidade distributiva, isto é, a manipulação da taxa de câmbio tende a alterar a distribuição de renda em favor dos setores exportadores, ou que possuem contratos dolarizados. Isso significa, se em algum momento, ao se adotar a desvalorização real da moeda nacional frente ao dólar, fomenta-se a competitividade das exportações e a geração de dólares; todavia, ocorre, em

---

<sup>3</sup>. Cfe. Almeida, Belluzo (1991, p.59).

paralelo, a redistribuirão de renda em favor dos setores detentores de contratos e preços indexados ao dólar. Com isso se estabelece um processo de conflito distributivo. Como se sabe, a política cambial ativa é um excelente instrumento para gerar divisas, mas realimenta os preços internos, as expectativas e os cálculos empresariais.

Pelo que se percebe, as dificuldades inerentes à implantação da âncora cambial no país exigiriam uma série de Pré-condições necessárias à sua viabilização. Contudo, economistas renomados, como Lara Resende, Nogueira Batista e Belluzzo, dentre outros, têm insistido na defesa desse instrumento de política econômica. Em contraste, a ala conservadora, invariavelmente, insiste na proposta de gradualismo ortodoxo: reforma fiscal e constitucional, controle monetário, aceleração das privatizações em áreas vitais da economia, redefinição do papel do Estado, etc. Afora a alternativa da âncora cambial, atual equipe econômica parece estar inclinada pela âncora monetária, de acepção nitidamente monetarista. Concluindo, estamos sem muitas alternativas visíveis dentro das opções do **mainstream economics**.

#### 4. Referências Bibliográficas

ALMEIDA, J.S.G., BELLUZZO, L. G. M. (1991). Dolarização: Alternativa ou Imposição?. **Indicadores FEE**. Porto Alegre, FEE, p.55-60.

BATISTA J\_NIOR, P. N. (1992). O Ajuste Fiscal, a Estabilidade e a Recuperação da Confiança. **Gazeta Mercantil**. 18.08.92.

----- (1992a). A Regressão a um Sistema Monetário Primitivo. **Gazeta Mercantil**. 01.09.92.

----- (1992b). A Dolarização da Economia como volta ao Padrão-Ouro. **Gazeta Mercantil**. 09.09.92.

BATISTA J\_NIOR, P. N., BELLUZZO, L.G.M. (1992). Movimentos de Capital, Aumento da Dívida e Instabilidade Econômica. **Gazeta Mercantil**. 14.04.92.

----- (1992a). Reforma Fiscal, âncora Cambial e Estabilidade Econômica. **Gazeta Mercantil**. 12.06.92.

FRANCO, Gustavo H.B. (1991). Panorama Argentino. **Folha de São Paulo**. 04.09.91.

NETO, G. B. O Currency Board. (1992). **Análise**. Porto Alegre, PUC, V.3.n.2, p.69-79.

RESENDE, André Lara. (1991). Para Evitar a Dolarização. **Exame**: 25-27, 26 de junho.

----- (1992). Sem Moeda Forte Não se Tem Nada. **Exame**:25-27, 8 de julho.

SENNA, José Júlio. (1992). A Dolarização Seria Só Outro Choque. **Exame**:34-36, 22 de julho.

SIMONSEN, Mário Henrique. (1992). Os Riscos de uma Idéia. **Exame**: 13, 22 de julho.

TAVARES, M.C. (1993). O Caso Brasil- As Tentativas Fracassadas de Estabilização. **Boletim de Conjuntura**. Rio de Janeiro, UFRJ, V.13 n.1, Abril de 1993.