

DOLARIZAÇÃO: OPÇÃO OU IMPOSIÇÃO?

*Antonio Carlos C. Fraquelli**

1 - Introdução

Ao mesmo tempo em que a ordem econômica internacional apresenta inúmeros sinais de profundas transformações em sua estrutura, o Brasil continua perseguindo uma saída para a crise que o afeta há uma década.

O objetivo deste artigo consiste em apresentar a hipótese de dolarização da economia nacional à luz da conjuntura atual. Inicia-se o estudo com uma breve descrição do cenário econômico internacional no presente exercício, porque o encerramento da recessão norte-americana e a dolarização da economia argentina são fatores importantes para definir o ajuste nacional. Posteriormente, são apresentadas algumas considerações da transição do Plano Collor II para o estilo "soft" da nova administração nacional. Finalmente, debate-se o tema central proposto, qual seja, a possibilidade de a economia brasileira vir a ser dolarizada.

A opção por concentrar a análise em questões de curtíssimo prazo decorre da delicada situação em que se encontrava a conjuntura quando assumiu o Ministro Marcílio Marques Moreira. Havia muitas medidas sendo executadas de acordo com a estratégia adotada desde o Plano Collor I. A transformação total da equipe criou uma situação de calma aparente.

2 - A face externa do ajuste: recessão norte-americana e dolarização argentina

No estudo do ajuste da economia nacional, é imprescindível abordar o comportamento da conjuntura internacio-

* Economista da FEE.

nal por diversas razões, dentre as quais se destacam: num plano mais amplo, a recessão da economia norte-americana, pela sua influência no acordo sobre a dívida externa; no sentido restrito, a experiência argentina com a dolarização da sua economia, pela possível repercussão que semelhante iniciativa possa despertar entre os economistas brasileiros.

A Tabela 1 apresenta o comportamento da inflação, do produto, do emprego e da balança comercial para as três economias mais industrializadas da ordem econômica no momento atual.

Tabela 1

Desempenho recente das economias dos Estados Unidos,
Japão e Alemanha — 1990/91

PAÍSES	INFLAÇÃO (taxa % anual ($\Delta\%$ em 1990) em abr./91)	PIB ($\Delta\%$ em 1990)	DESEMPREGO (% da PEA em abr./91)	BALANÇA COMERCIAL (US\$ bilhões em 1990)
Estados Unidos	4,9	0,9	6,6	-99,3
Japão	3,7	5,6	2,1	35,8
Alemanha	2,9	4,5	6,2	47,9

FONTE: FOLHA DE SÃO PAULO (19.6.91). Como está a economia dos industrializados. São Paulo. p.5, cad.2.

Os países constantes na Tabela 1 lideram os três principais blocos econômicos estruturados pelas projeções sistematicamente apresentadas para os anos 90. Os Estados Unidos, o Canadá e o México, de um lado, o Japão e os "tigres asiáticos", de outro, e a Alemanha, na Europa Ocidental, constituem uma parcela substancial da economia mundial.

Os dados expostos evidenciam o modesto crescimento da economia norte-americana simultaneamente ao seu crônico "deficit" na balança comercial. Cooper & Madigan (1991) afirmam que, dependendo do economista que se dê atenção, a economia norte-americana acompanha um dos três cenários:

há retomada do crescimento; a recessão está terminando; ou a queda ainda não acabou e poderá haver problemas no terceiro trimestre do corrente ano. Independentemente da corrente com a qual um analista possa se identificar, é inegável que o PIB norte-americano, que atingiu US\$ 4,15 trilhões no terceiro trimestre de 1990, caiu sucessivamente e chegou a um valor inferior a US\$ 4,125 trilhões no primeiro trimestre de 1991. O Departamento de Comércio Norte-Americano atribuiu esse resultado à redução nos gastos de consumo e à diminuição dos estoques.

Embora o PIB tenha decrescido no início do corrente ano, as autoridades dos Estados Unidos dão a recessão por concluída. Em maio, os gastos com consumo elevaram-se 1,1%, o equivalente a US\$ 41 bilhões. Alguns sinalizadores corroboram a versão oficial. O total dos empregados civis, que era de 117,9 milhões de pessoas em julho do ano passado e que decresceu para 116,7 milhões em março de 1991, voltou a elevar-se a 117,5 milhões em abril do corrente ano. Da mesma forma, o índice dos principais indicadores econômicos dos Estados Unidos, que é constituído dos 11 principais indicadores do país, obteve resultado positivo pelo quarto mês sucessivo. Esse índice, que apresentou desempenho negativo até janeiro de 1991, alcançou 1,1% em fevereiro, 0,9 em março, 0,4 em abril e 0,8 em maio próximo passado.

Pelos indicadores apresentados, é possível que a recessão norte-americana esteja se encerrando ao completar um ano de existência. É oportuno lembrar que as duas últimas recessões nos Estados Unidos ocorreram a partir de janeiro de 1980, durante seis meses, e de julho de 1981, com 16 meses de duração. Todavia, como os desequilíbrios fiscal e na balança comercial permanecem, vale o alerta de Cooper & Madigan (1991).

O Japão e a Alemanha, constantes na Tabela 1, vivem momentos diferentes. No Japão, a economia cresce há 54 meses. Há otimismo quanto aos investimentos e aos resultados da balança comercial. Em maio do corrente ano, o saldo da balança comercial cresceu 4,18%. Esses resultados positivos se mantêm desde fevereiro de 1991. Na Alemanha, o episódio da reunificação tem se mostrado muito mais complexo que à época das comemorações da queda do muro de Berlim. Após 10 anos de saldos positivos na balança comercial, a Alemanha obteve um "deficit" comercial de -0,79 em abril deste ano.

O segundo tópico a ser tratado nesta seção diz respeito à dolarização argentina. É um exemplo que merece ser

observado face aos caminhos percorridos pelo Brasil e pela Argentina em passado recente.

Diogo Cavallo substituiu a Antonio Ernan Gonzalez no Ministério da Economia argentina, ao final de janeiro. Anunciou uma nova política cambial em que a intervenção governamental no mercado estava vinculada às reservas de divisas. Em 24 horas, a cotação do dólar passou de 7.000 para 8.400 austrais. O Banco Central estabeleceu uma faixa de variação para a taxa de câmbio: se a oferta estivesse abaixo de 8.000 austrais por dólar, as autoridades econômicas comprariam a moeda norte-americana; todavia, se a cotação ultrapassasse os 10.000 austrais por dólar, o Banco Central venderia parte das suas reservas. No mês de fevereiro, foi lançado o Plano Cavallo I, que visou a medidas de natureza estrutural. Houve uma reestruturação do sistema financeiro, incentivos e crédito para a agricultura e indústria, desregulação do mercado de trabalho, além de uma simplificação tributária.

Esse conjunto de medidas foi lançado em um país que tentou vários planos, que fracassaram nas gestões Alfonsín e Menem. Conforme Guerberoff (1987), as causas da inflação argentina estão relacionadas à alta oligopolização, à falta de competitividade externa, à ineficiência do setor industrial, à ineficiência do aparelho estatal e ao excesso de regulação. Nogués (1988) atribui a involução argentina às políticas econômicas discriminatórias que atendiam a interesses econômicos de grupos.

Após as medidas estruturais de fevereiro, Cavallo dolarizou a economia, fixando a cotação do dólar norte-americano em 10.000 austrais. Rapidamente, os preços passaram a crescer a taxas decrescentes. A variação do índice de Preços ao Consumidor, que se aproximava de 30% no mês de fevereiro, caiu para 3,1% em junho. Durante o primeiro semestre do ano em curso, a inflação estimada pelo IPC chegou a 70%. Aparentemente, estava consolidado o Plano Cavallo II.

Duas limitações opõem-se à realidade argentina. Em primeiro lugar, o Governo dispunha de reservas de US\$ 3,8 bilhões, contra um volume de moeda em articulação, em austrais, equivalente a US\$ 4,5 bilhões. A conversão seria adequada se o País não tivesse que fechar o acordo do principal da dívida externa. Abatendo-se das reservas o que deve ser pago no acordo com os credores internacionais, não haveria dólares em montante suficiente para converter o austral na taxa de câmbio fixada pelas autoridades

econômicas do País. Em segundo lugar, há o problema relacionado ao "deficit" público. Se houver "superavit" fiscal ou o "deficit" zerado, é possível gerenciar o plano de estabilização. Caso contrário, como poderia ser financiado o "deficit" se a emissão de austrais está institucionalmente vinculada às reservas nacionais? Para obter um empréstimo-ponte com o FMI no valor de US\$ 1 bilhão, a Argentina, em sua oitava tentativa de cumprir uma meta com entidades internacionais, comprometeu-se a obter um "superavit" fiscal de US\$ 4 bilhões. Trata-se da última alternativa que restou, até o momento, para que o País não mergulhe em definitivo no indesejável processo hiperinflacionário.

3 - A face interna do ajuste; o Plano Collor II e o estilo "soft"

O Programa de Estabilização do Presidente Collor chegou ao limite da sua capacidade de administrar a economia no mês de fevereiro, quando a variação mensal dos preços, medida pelo Índice Geral Preços - Disponibilidade Interna, atingiu o nível de 21,11%. A experiência com os Planos Cruzado, Bresser e Verão evidenciava a necessidade de um novo choque para evitar o risco da hiperinflação. Isto porque, ao se registrar um aumento dos preços em torno de 20% ao mês, criam-se as condições para que os próximos acréscimos mensais tendam a ter um comportamento explosivo. O coeficiente de dispersão dos preços relativos eleva-se, mostrando a necessidade de um realinhamento na estrutura dos próprios preços.

O Plano Collor II trouxe de volta o congelamento de preços e salários à economia brasileira, além de desindexá-la através da extinção do Bônus do Tesouro Nacional. No âmbito do setor financeiro, o Governo procurou terminar com a ciranda financeira. Eliminou-se o "overnight", e criaram-se os fundos de investimento. A partir daquele momento, a Taxa Referencial de Juros (TR) passou a ser a variável que serve de base de cálculo para remunerar as aplicações financeiras.

O afastamento da Ministra Zélia Cardoso de Melo e a indicação do Diplomata Marcílio Marques Moreira introduziram o estilo "soft" na administração da política econômica. Dentre as principais características da nova autoridade constam uma considerável capacidade de articu-

lação, aliada a uma magistral faculdade de negociação. Certamente esses atributos serão de grande valia na gestão da economia, nos meses que se seguem até ao final do corrente ano. O período poderá apresentar alguns acidentes no percurso, face à incerteza quanto ao comportamento de alguns agregados econômicos no curto prazo. A seguir, procura-se fazer uma análise sucinta de algumas dessas variáveis.

Paralelamente à transição da equipe que dirige o Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento, a inflação começou a crescer a partir de abril próximo passado. Os índices IGP-FGV e IPC-FIPE passaram de 7,25% e 7,48% em março para 9,86% e 9,78% em junho, respectivamente. Todavia é importante considerar que, no mês de maio, já sob a nova gestão, os preços variaram às taxas de 5,18% no que diz respeito ao IGP e de 6,58% quanto ao IPC. Ou seja, entre maio e junho, os índices praticados duplicaram. No caso do IPC-FIPE, as maiores contribuições para o índice geral de junho tiveram origem nos grupos Alimentação, Despesas pessoais, Habitação e Transportes. Também a Taxa Referencial de Juros, que representa uma expectativa de inflação, cresceu em junho. Após três meses na casa dos oito pontos percentuais, a TR atingiu os dois dígitos. Trata-se de uma confirmação de que a variação dos preços é ascendente.

No âmbito do crescimento econômico, o Índice de Produção Industrial da FIESP cresceu mais de 20% entre fevereiro e maio do corrente ano. Embora o desemprego na Grande São Paulo tenha aumentado de 900 mil pessoas no início de 1991 para um número próximo a 1,2 milhão em maio, segundo o DIEESE, deve-se considerar que o setor industrial tem contratado mão-de-obra desde a primeira semana de maio. De fato, desde a primeira semana de janeiro, quando o saldo entre contratações e demissões foi de -0,88%, até a quarta semana de abril, quando aquele indicador foi reduzido a -0,21%, todo o período apresentou resultados negativos. O quadro reverteu-se no início de maio. Na primeira semana de julho, houve excesso de contratações sobre demissões, tendo o saldo atingido o percentual de 0,4. As informações estatísticas das semanas posteriores de junho parecem demonstrar a estabilização do emprego industrial em São Paulo em um novo patamar, desde que a recessão se consolidou no território nacional. A nível global, os levantamentos da Pesquisa Mensal de Emprego do IBGE também mostram que a taxa de desemprego no País vem decrescendo desde o mês

de março. Em maio, a queda da taxa de desemprego foi de 5,70%, comparada ao mês anterior.

Por fim, no relacionamento com o Exterior, o saldo da balança comercial de maio, que atingiu US\$ 1,3 bilhão, gerou uma certa tranquilidade quanto à situação delicada em que o País se posicionou ao final do ano passado, quando as importações apresentaram um crescimento surpreendente e o desempenho das exportações se reduziu de forma substancial.

Pelos números apresentados, pode-se chegar a um certo otimismo aparente quanto aos resultados da gestão "soft" face aos comportamentos da inflação, do produto, do emprego e da balança comercial no período. Na próxima seção, procura-se inserir a transição da Ministra Zélia para as novas autoridades econômicas no contexto hiperinflacionário anterior, bem como no cenário projetado para o final do ano, onde a dolarização é uma hipótese não totalmente descartada.

4 - A articulação entre as duas faces do ajuste: dolarização, opção ou imposição

Ao se analisar o segundo semestre de 1991, duas questões permanecem à espera de um equacionamento em definitivo: a indexação e a dívida externa. A primeira insere-se na face interna do ajuste; a dívida externa inclui-se na face externa.

Embora tenha ficado expresso anteriormente que as autoridades norte-americanas consideram a recessão como um episódio encerrado, a imprensa (FSP, 7.7.91, p.2) divulgou, recentemente, as previsões do Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD) para os anos 90. Partindo dos anos 80, quando os países industrializados cresceram à taxa média anual de 3,1%, há uma previsão otimista de que essas nações incrementarão o seu produto em 2,9% ao ano. A outra alternativa estima a variação do PIB em 2,2% ao ano. Esse desempenho está condicionado pelas taxas de juros elevadas e pela crise da dívida externa dos países endividados. Outra publicação internacional que faz previsões para o futuro é da responsabilidade da ONU. Segundo a pesquisa das Nações Unidas (FSP, 3.7.91, p.2), o crescimento econômico mundial será igual a zero em 1991. Uma terceira publicação (FSP, 28.3.91), preparada pela Morgan Stanley and Co, estima uma crise de capitais no

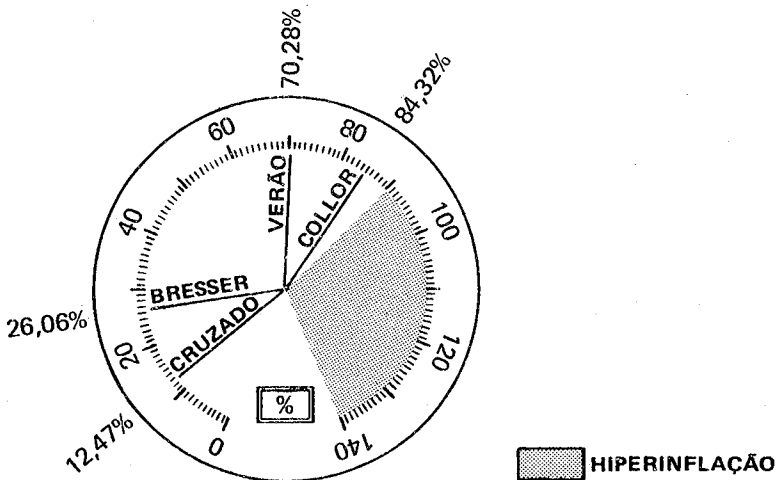
Mundo, entre 1991 e 1992. Segundo essa empresa de consultoria, o equilíbrio entre oferta de recursos e demanda afastar-se-á da posição atual quando os países ricos voltarem a se recuperar e o "deficit" público europeu atingir níveis elevados.

Frente às razões expostas, é possível prever algumas dificuldades para obtenção de recursos externos novos por parte de uma nação que se proponha a dolarizar a sua economia, restrições estas que se tornam ainda mais expressivas quando se trata de um país que possui a maior dívida entre os endividados.

Quanto à face interna do ajuste, a problemática é mais complexa. Mesmo que se realize a desindexação, desde a edição do Plano Cruzado a taxa de inflação vem atingindo níveis cada vez mais elevados, tornando-se necessário o lançamento de novos choques. Pode-se visualizar a gravidade da crise na conjuntura nacional na Figura 1.

FIGURA 1

VARIAÇÃO DA OTN E DO BTN NO MÊS ANTERIOR AOS PLANOS CRUZADO, VERÃO, BRESSER E COLLOR



Os pontos no círculo representam as variações da OTN e do BTN nos meses anteriores aos choques. Se não fossem lançados os programas de estabilização, a economia ingresaria naturalmente na hiperinflação. A moeda nacional deixaria de ser aceita, o dólar passaria a substituí-la, e o processo traria conseqüências lamentáveis à sociedade brasileira. Hoje, o elemento surpresa foi absorvido pela população, e a credibilidade junto ao público dos choques econômicos é praticamente nula. Logo, se a instabilidade de preços voltar a se manifestar, há poucas opções a serem implementadas pelas autoridades econômicas. Daí a possibilidade de se pensar em lançar uma âncora na política econômica, nos moldes argentinos, para evitar a hiperinflação.

Em 1989, os Economistas Eliana G. Cardoso e Rudiger Dornbusch publicaram um artigo intitulado *O Brasil Frente à Síndrome da Argentina*. Na oportunidade, esses técnicos alertavam que

"(...) a fuga da moeda que noutros países levou à fuga de capitais e à dolarização, no Brasil resultou no over, onde o dinheiro é automaticamente indexado e assim protegido da inflação. Daí a crença que não há mais lugar para a fuga da moeda. Mas o over não é parada final. Ele não nos protege da hiperinflação por duas razões".

As duas razões descritas no artigo relacionam-se à perda de confiança do público na habilidade do Governo de pagar uma indexação completa e ao fato de que, com a inflação de 20% ao mês, os supermercados remarcariam os seus preços uma vez por semana em 4%.

Na situação descrita, a dolarização dar-se-ia por imposição. Não havendo credibilidade no Governo, haveria o fluxo do "over" para o consumo ou para o mercado do dólar no paralelo, que é relativamente pequeno face ao volume do produto nacional.

Uma outra situação decorreria do realinhamento na estrutura dos preços relativos, com impacto direto sobre a inflação nos próximos meses. Concretizando-se essa hipótese e voltando-se à inflação de dois dígitos, seria necessária alguma medida de impacto junto à sociedade. Nessas condições, a dolarização poderia transformar-se numa última opção antes de um caso extremo de crise. Resende (1991) propôs (...) a criação de uma moeda paralela, conversível através de um sistema bimonetário, durante um

período de transição, ao longo do qual sejam implementadas as reformas de fundo institucional e fiscal capazes de restabelecer o equilíbrio orçamentário e o crédito público". Ao contrário do programa de estabilização argentino, a proposta de Resende (1991) "(...) consistirá na introdução de um título público perpétuo e sem direito a taxas, mas resgatável em dólares e a qualquer momento por opção do proprietário". A outra alternativa seria um programa de ajustamento do tipo Plano Outono argentino.

A restrição maior à dolarização por opção está relacionada ao "deficit" público. O Brasil já provou desde 1986 que não consegue cortar os gastos públicos de acordo com cronogramas preestabelecidos. Nos próximos meses, será preciso voltar a proporcionar liquidez à remuneração dos ativos bloqueados a partir de setembro. Atualmente, as privatizações prosseguem em marcha extremamente lenta. A história recente mostra que não houve reforma patrimonial e a reforma administrativa esteve aquém do previsto.

A conexão entre as faces internas e externas dá-se via reservas internacionais. A dolarização exigirá um volume considerável de divisas para que a moeda nacional possa ser convertida. Porém a possibilidade de novos créditos para 1991 e 1992 está muito limitada face ao cenário internacional descrito anteriormente. Nesse sentido, a dolarização, que poderia transformar-se numa última âncora para tentar estabilizar a economia brasileira, não tem as mínimas condições de ser colocada em prática pelo número de restrições presentes à conjuntura atual.

5 - Conclusões

Após uma década perdida, o País vive uma calma aparente. Politicamente, não se consolida um pacto social. As medidas provisórias substituem o acordo nacional. Economicamente, desde o mês de fevereiro, quando o Plano Collor I se deparou com restrições insuperáveis, houve uma interrupção no processo de "gerenciar" a crise. O Plano Collor II, que deveria dar continuidade a alguma possível estratégia anteriormente concebida, transformou-se no objeto de trabalho do estilo "soft". A nova equipe ainda não disse a que veio. O novo Ministro ouve muito. Há prudência em suas atitudes. O silêncio pode esconder o sábio. O segredo pode aprofundar a crise. Administrativamente, a política econômica é um retorno à experiência de

gestões anteriores. Inúmeras reuniões se sucedem. O "deficit" público voltará a crescer. Os juros elevados são a única opção viável. O descongelamento no ritmo executado conduz à instabilidade de preços. A exceção dá-se no desempenho do segmento exportador.

Desconsiderando a possibilidade da hiperinflação no curto prazo em função do processo recessivo, a hipótese da dolarização apresenta duas alternativas: a ordem econômica impor a essa medida ao País, ou as autoridades econômicas optariam por esse caminho.

A questão central está localizada no nível das reservas internacionais e no comportamento do "deficit" público. Como opção, seria uma medida inadequada. Além de retomar o crescimento, o País tem uma dívida social gigantesca a resgatar. Optar pela dolarização na realidade atual consistiria em abrir mão da própria autonomia. A incredibilidade com relação ao futuro estaria presente na expectativa dos agentes econômicos. A ausência de regras estáveis inviabilizaria novas oportunidades de investimentos. Finalmente, como imposição, a hipótese não poderia ser desconsiderada. A história recente da economia brasileira mostra instabilidade de preços cada vez mais acentuada. A expectativa de crescimento nulo a nível mundial, além do campo experimental a que a Argentina se submeteu, cria uma situação adversa para o Brasil. A impraticabilidade de reduzir o "deficit" público nas condições atuais transforma a situação de adversa em delicada. Uma outra instabilidade de preços nos próximos meses poderia levar a uma situação em que as fontes de crédito negociassem "garantias" adicionais para o fluxo de recursos novos. Nesse momento, a dolarização iria à mesa das negociações. Seria um lance constrangedor. Antes de tudo, uma circunstância lamentável.

Bibliografia

CARDOSO, Eliana G. & DORNBUSCH, Rudiger (1989). O Brasil frente à síndrome da Argentina. *Folha de São Paulo*. São Paulo.

COOPER, James C. & MADIGAN, Kathleen (1991). Is the economy back on track? Which paper do you read? *Business Week*, New York, McGraw-Hill, (3209-539):15-6, June.

- FOLHA DE SÃO PAULO (28.3.91). Relatório prevê crise de capital com aumento de demanda do 3^o mundo. São Paulo.
- ___ (3.7.91). A economia mundial só cresce em 92, diz ONU. São Paulo. p.2.
- ___ (7.7.91). O desenvolvimento é o desafio dos anos 90, diz BIRD. São Paulo. p.2
- GUERBEROFF, Simón L. (1987). Flexibilidad de precios, variaciones de stocks e incertidumbre: la política antiinflacionária despues del Plan Austral. *Desarrollo Económico: Revista de Ciencias Sociales*, Buenos Aires, IDES, 27(106):171-200, jul./set.
- NOGUÉS, Julio J. (1988). La economia politica del proteccionismo y la liberalizacion en la Argentina. *Desarrollo Económico: Revista de Ciencias Sociales*, Buenos Aires, IDES, 28(110):159-82, jul./set.
- RESENDE, André Lara (1991). Para evitar a dolarização. *Exame*, São Paulo, Abril, 23(482):25-7, jun.