

OTAVIANO CANUTO

Em entrevista ao jornal argentino *El Clarín*, no domingo dia 17, Rudiger Dornbusch defendeu mais uma vez a adoção de um "currency board" pelo Brasil. A alternativa, segundo o economista norte-americano, seria ampliar a privatização até incorporar tudo o que resta para vender, dado que os problemas fiscais brasileiros teriam se intensificado com a desvalorização cambial.

Dornbusch até sugeriu números quanto aos dólares necessários. Bastariam US\$ 25 bilhões das atuais reservas, mais US\$ 30 bilhões dos recursos do acordo externo e US\$ 20 bilhões adicionais que seriam facilmente conseguidos para um currency board no Brasil.

Um currency board é um regime monetário e cambial no qual o país se compromete a converter, sob demanda, sua moeda local em outro ativo líquido de aceitação internacional, a uma cotação fixa. Originalmente, foi introduzido pela Inglaterra em algumas de suas colônias. No caso argentino, a conversibilidade está prometida em dólares e foi constitucionalmente estabelecida na paridade de um dólar por peso.

Diferentemente de outros regimes de câmbio rígido ou administrado, no currency board

a credibilidade do compromisso de conversibilidade é buscada com a manutenção de reservas externas (divisas, ouro ou outros ativos líquidos) em geral acima do valor correspondente de moeda local em circulação. Mas esta não é a única diferença relevante.

Caso seja implantado de forma "pura" ou "ortodoxa", o currency board elimina em nível doméstico as funções clássicas do banco central. O volume de dinheiro local passa a seguir automaticamente a disponibilidade de reservas externas que lhe sirvam de lastro. Por seu turno, o papel de emprestador

em última instância cumprido junto ao sistema bancário e financeiro local torna-se limitado, visto que o banco central fica proibido de variar autonomamente os pa-

sivos contra si próprio em moeda local.

Trata-se de uma espécie de delegação das funções monetárias ao exterior, visto que a política monetária passa a depender do montante líquido de divisas retido pelo país.

A previsibilidade do comportamento regido por regras rígidas e a conversibilidade plena seriam as fontes de credibilidade. No fundo, é como se fosse tomada de empréstimo a credibilidade monetária do país emissor do ativo líquido que sirva de lastro. Mas não é tão simples assim.

Diante da volatilidade que caracteriza grande parte dos fluxos de capital para economias emergentes, é praticamente impossível ater-se a um currency board "puro" e sem restrições à entrada de capitais mais voláteis. O problema está em que, quanto mais "impuro" e flexível for o currency board, também mais sujeito a ataques especulativos se torna. Por outro lado, quanto mais puro o regime, mais vulneráveis ficam os sistemas financeiro e produtivo locais diante de choques – de origem externa ou doméstica – que imponham elevações temporárias nas taxas de juros. No mínimo, as instituições financeiras sob regimes de currency board são obrigadas a manter-se mais líquidas, o que diminui a capacidade de alavancagem financeira doméstica de investimentos no país.

A rigidez do compromisso de conversibilidade a uma paridade fixa se torna dramática se algum excesso de inflação em relação à externa levar à supervalorização da moeda local. Independentemente disto, o lado "real" da economia também vê-se privado dos mecanismos macroeconômicos de defesa em relação a ocasionais choques externos, como quedas nos preços e volumes de exportação. A rigidez da taxa de câmbio é compartilhada com os demais regimes de câmbio fixo. Mas o currency board puro abdica adicionalmente da autonomia na política monetária.

Por todas essas razões, o currency board – como qualquer re-

gime de câmbio fixo – pode ser talvez atraente apenas em casos de economias pequenas e com grande proporção do comércio exterior em relação ao PIB.

Na verdade, diante da fluidez que acompanha grande parcela dos fluxos financeiros globais, não há regime cambial flexível ou fixo, administrado ou do tipo currency board, que possa funcionar a contento em economias emergentes que necessitam de financiamento externo acima do que podem oferecer as formas mais estáveis deste último. Em relação aos problemas decorrentes da dependência de recursos externos voláteis, os regimes cambiais são perfunctórios.

O atual monitoramento pelo FMI da gestão macroeconômica brasileira é um exemplo. No acordo com o Brasil, há até uma variante de currency board na regra de variar juros automaticamente a partir de patamares nas reservas externas.

Diante das pressões que se insinuam sobre o currency board argentino, o presidente Menem anunciou a hipótese de negociar a dolarização de vez com as autoridades norte-americanas. Será que Dornbusch pronunciou algum convite ao governo brasileiro para, como Menem, dançar um tango ou um samba em Washington?

■ *Otaviano Canuto, professor do Instituto de Economia da Unicamp, é co-autor de A Nova Economia Internacional: uma Perspectiva Brasileira (Campus). E-mail: ocanuto@eco.unicamp.br. Visite: www eco.unicamp.br (artigos)*