

# Plano Cavallo — seria viável a dolarização da moeda brasileira?

02 NOV 1991

Raul J. Paz\*



À medida que o Plano Cavallo sobrevive aos natais e as percalços de um plano de estabilização, consegue recrutar a moeda argentina, obtém um ligeiro reaquecimento da economia e formula as bases para uma recuperação sustentável da normalidade econômica, fornecendo a empresas e consumidores o tão necessário horizonte para a programação da produção e o consumo, além de permitir ao partido governamental um significativo sucesso nas eleições estaduais, uma questão se coloca: a dolarização do cruzeiro seria viável, como eixo de uma política de estabilização e retomada do crescimento?

De inicio, cabe registrar que o Plano Cavallo tem como peça principal a declaração, por lei, da conversibilidade em moeda estrangeira do austral. A conversibilidade não é outra coisa que característica da boa moeda. A conversibilidade é a normalidade monetária. Estamos tão acostumados à anormalidade que uma volta à normalidade nos parece um expediente excêntrico.

Nenhuma moeda boa precisa de um lastro em divisas de cem por cento, justamente pela credibilidade que possui. A declaração de conversibilidade com lastro integral em divisas é um expediente transitório para reforçar a credibilidade da nova moeda e, não menos importante, para colocar uma camisa-de-força no Banco Central, impedindo as emissões que financiam a monetização do déficit público.

Argui-se no Brasil que a dolarização do cruzeiro seria inviável por demandar um volume de reservas da ordem de US\$ 50 bilhões. Tal "estimativa" é mais um dos tantos palpites que poluem o cenário nacional. Mesmo assim circula levemente, ignorando conceitos elementares de teoria monetária assim como o nível e a composição dos agregados monetários brasileiros.

Os mencionados US\$ 50 bilhões equivalem ao agregado monetário que o Banco Central denomina de M3. Cerca de um terço desse agregado são depósitos em caderneta de poupança. Caderneta com lastro ouro? Na dolarização do cruzeiro, todos os saldos em caderneta seriam transformados em papel-moeda?

Na conversibilidade da moeda o agregado monetário relevante é o passivo monetário do Banco Central (base monetária = papel-moeda em circulação mais depósitos dos bancos no Banco Central). Desse modo o passivo monetário do Banco Central estaria balanceado com um ativo equivalente em divisas.

É sobre a base monetária que estão ancorados os outros agregados monetários, que, em uma escala de liquidez, são definidos como M1 a M5, no caso do Brasil.

Vejamos algumas contas, com os dados que tenho disponíveis. Em fins de agosto, a base monetária equivalia a US\$ 7,1 bilhões. Com a aceleração da desvalorização em setembro, agora deve dar um pouco menos. As reservas em divisas, pelo conceito de liquidez, equivaliam em junho a US\$ 10,4 bilhões.

Em termos estáticos, a dolarização do cruzeiro é viável.

Todavia, o que interessa na dolarização é a dinâmica do processo. A dolarização é um método para obter uma estabilização súbita do cruzeiro. Obtida a estabilização, isto é, recriada a confiança na moeda nacional, haverá uma recomposição na estrutura dos haveres financeiros e monetários. Grande parte das aplicações financeiras ficará como está. Aquilo que é poupança financeira continua sendo, ganhando juros. Uma segunda parcela, muito menor, se transforma em depósitos a vista que, por definição, não sendo um passivo do Banco Central, não podem ser objeto de dolarização. Uma parcela ainda menor se transforma em base monetária, isto é, principalmente em papel-moeda em circulação. Esta sim, condicionada à existência de volume adequado de reservas.

Com essa recomposição dos haveres financeiros e monetários ganha o governo, que vê assim transformada parte de sua dívida que paga juros em dívida não remunerada, facilitando assim o zeramento do déficit público. Ganha o público, que recupera as condições normais para a produção e o consumo. Acaba a ciranda financeira. Os prazos de aplicação são espontaneamente alongados. Reaparece o crédito ao consumo e à produção em condições quase internacionais.

Qual é o provável crescimento da base monetária em uma estabilização sustentada do cruzeiro?

Houve duas ocasiões no Brasil em que foi alcançada alguma coisa parecida à estabilidade monetária, com recomposição de haveres financeiros e monetários. Ocorreu nos primeiros meses dos planos Cruzado e Collor. Como proporção do PIB, a base monetária passou de um mínimo de 0,97 — no auge da hiperinflação de Sarney — em janeiro de 1990 a um máximo de 2,99 em maio do mesmo ano.

Em 1986, a base monetária triplicou durante a primeira fase do Plano Cruzado.

Uma base monetária normal, no Brasil de sistema bancário hiperinformalizado, seria mais ou menos o triplo da atual. As reservas em divisas do Banco Central deveriam ter um nível de aproximadamente US\$ 20 bilhões para sustentar a dinâmica da dolarização, ou seja, quase o dobro do montante atual. Em termos dinâmicos, então, a dolarização parece que não seria viável.

Todavia, uma estabilização súbita favoreceria intensamente a repatriação de capitais. Fala-se de capitais brasileiros emigrados em torno de US\$ 30 bilhões a US\$ 60 bilhões. Aliás, o que está sustentando a dolarização do austral é justamente a entrada de capitais de risco, a repatriação de capitais argentinos investidos em dólar e a entrada de divisas pelas privatizações.

A dolarização do cruzeiro exigiria uma entrada adicional de divisas da ordem de US\$ 10 bilhões. Vale a pena registrar que um montante de difícil estimativa e talvez da ordem de alguns bilhões de dólares repatriados já está entrando no País, só que sob a forma de pseudofinanciamentos estrangeiros de commercial papers, bônus, etc.

Até agora temos analisado uma adoção parcial do Plano Cavallo. A adoção integral da dolarização tal como na Argentina operou-se na forma de revogação dos artigos do Código Civil — típicos de todo país — que obrigam o uso da moeda nacional nos contratos. Agora é permitida a livre escolha pelas partes da moeda para cancelar obri-

gações pecuniárias. Isso, adicionado à grande expansão dos depósitos em dólar nos bancos argentinos (que têm permissão para aceitar depósitos e fazer financiamentos em moedas estrangeiras), cria um regime bimonetário. Esses depósitos em dólar passaram de US\$ 1,5 bilhão em dezembro de 1990 a US\$ 5,7 bilhões em setembro de 1991.

O austral passou a ser um certificado de dólar. A economia funciona como se houvesse um dólar em inglês e, paralelamente, um dólar em espanhol. Durante um período de transição o Estado abre mão de uma soberania monetária que já não tinha, de fato. Recria as condições de volta à normalidade econômica e prevê uma camisa-de-força no Tesouro.

No Brasil, a dolarização parcial ficaria dependente da entrada de um volume de divisas — por repatriação, investimentos de ris-

co, privatizações, etc. — que é plausível mas não é garantida. A dolarização integral, com adoção de um sistema bimonetário, feriria os brios das vestais da soberania. Precisamos de mais planos fracassados, maior degradação da moeda e, talvez, mais uma década de decadência, para abrirmos mão de uma soberania monetária que já não podemos exercer.

Seja na forma parcial ou integral, cabe agregar que a dolarização não é um plano de estabilização e retrocesso para si.

Trata-se de uma peça central de um conjunto de medidas estruturais que visem ao ajuste dos desequilíbrios macroeconômicos e à construção de bases sólidas para um novo ciclo de desenvolvimento sustentável.

\* Economista e assessor do Centro de Projetos e Estudos (CPE), Bahia.