

***Currency Board* – nova tábua de salvação da economia brasileira?**

Patrícia Helena Fernandes Cunha¹

1. Introdução

A crise do real fez ressurgir as propostas de *dolarização* da economia brasileira. Desde a atabalhada mudança no regime cambial, no início de janeiro de 1999, instalou-se uma verdadeira campanha pela adoção do sistema do tipo *Currency Board*. O debate está na mídia. Segundo um jornal de grande circulação²: “a discussão tende a ser inflamada e não cabe só nos limites da seara econômica. Ela invade os domínios da política, da diplomacia, da cultura e da literatura”. Não é para menos, com a maxidesvalorização e a alta volatilidade no valor do dólar, torna-se mais fácil se deixar seduzir por um mecanismo que parece simples e foi testado. Afinal, a Argentina mantém-se fiel ao mecanismo do *Currency Board* desde a adoção do Plano de Conversibilidade em 1991 e o México, que não aderiu ao mesmo sistema, sofreu uma grande desvalorização em dezembro de 1994, acompanhado de aceleração inflacionária.

Este debate sobre qual é o melhor regime cambial se insere num contexto caracterizado por crescente globalização financeira e volatilidade dos fluxos de capitais internacionais. Frente a isso, coloca-se o dilema: será que para evitar que a crise cambial brasileira se transforme numa crise financeira, expressa pela falta de liquidez dos bancos e empresas para honrarem os seus compromissos externos, seja necessário a instituição de um *Currency Board*? Ou a outra alternativa é o regime de câmbio flutuante e, talvez, a volta da inflação?

¹ Professora do Departamento de Economia FEA/PUCSP e Técnica da Fundap.

² Folha de São Paulo, Caderno Mais, 7 de março de 1999, página 5-4.

O estabelecimento de um novo regime cambial esta longe de ser uma questão trivial e de consenso. Nos últimos anos, as controvérsias com respeito à condução da política cambial, reforçam a necessidade de aprofundar o debate. Este artigo tenta contribuir discutindo a viabilidade de adoção de um sistema rigoroso de câmbio fixo do tipo *Currency Board* no Brasil, num período de diminuição do fluxo de capitais voluntários disponíveis para os países emergentes. Inicialmente, apresenta-se as formas de *dolarização* destacando-se o esquema institucional de *Currency Board*. Discute-se também quais são os pré requisitos para o seu funcionamento, bem como suas implicações à condução da política econômica. Na seção seguinte, resume-se algumas características gerais da experiência argentina com esse mecanismo institucional. Na penúltima, discute-se a viabilidade da *dolarização* no Brasil, e na última, apresenta-se algumas considerações finais.

2. *Currency Board*: uma forma de *dolarização*

Pode-se entender por *dolarização* distintas formas de definição de um padrão de referência baseado no dólar³: a substituição total da moeda nacional pelo dólar; a fixação da taxa de câmbio em relação ao dólar com garantia de conversibilidade; e a fixação da taxa de câmbio, garantia de conversibilidade e a circulação simultânea da moeda nacional e do dólar, operacionalizada por um instituição independente do banco central, denominada de *Currency Board*.

No primeiro caso, o país não emite moeda nacional e abre mão da receita de senhoriagem em favor do país emissor da moeda lastro. Tal esquema de *dolarização* é o vigente no Panamá. Porém, é difícil de imaginar sua viabilidade política em outros

³ Resende, 1992.

países⁴. No outro caso, a mera fixação da taxa de câmbio com plena conversibilidade, pode se revelar numa aposta de alto risco, à medida que deixa o país sujeito à ataques especulativos, pois não há um comprometimento rigoroso do órgão emissor em sustentar a paridade como no sistema de *Currency Board*.

Países que possuem uma longa história de desvalorizações discretas no câmbio e o não cumprimento de suas promessas, têm dificuldade em convencer os agentes econômicos que seu comprometimento com o câmbio fixo não será rompido. Neste contexto, a possibilidade de combinação de dois tipos de *dolarização* fortalece a idéia de introdução de um esquema institucional do tipo *Currency Board*. Segundo Resende (1992:116) a credibilidade esta assegurada porque: “ O sistema de *Currency Board* se define pela obrigação do Board emissor de converter, a uma taxa fixa, a qualquer momento e sem restrições, a moeda de sua emissão pela chamada moeda-lastro. Para assegurar a conversibilidade de sua moeda, o Board se obriga a manter ativos financeiros líquidos e realizáveis em moeda reserva no mínimo à totalidade do estoque emitido de sua moeda. ”

A lógica deste arranjo institucional impõe que qualquer redução nas reservas internacionais obrigaria o banco central a reduzir a base monetária e elevar a taxa de juros. Assim, o governo não se vê obrigado a desvalorizar a moeda, pois os juros aumentarão enquanto persistir a queda das reservas cambiais. Como os especuladores conhecem o mecanismo auto regulador, e acreditam que enquanto a economia estiver perdendo reservas, os juros estarão aumentando, eles não se sentem estimulados à especular contra a moeda⁵. Nesse sentido, a força do argumento em defesa do *Currency*

⁴ O governo argentino divulgou sua intenção de nos próximos anos adotar tal esquema de dolarização. No entanto, o próprio presidente do Banco Central Americano se pronunciou manifestando pouco entusiasmo com a idéia. É bom lembrar que a existência de moeda nacional está associada à noção de soberania nacional .

⁵ Feldstein, 1999.

Board se baseia no rigoroso compromisso da autoridade com o câmbio fixo e no alto custo, em termos de credibilidade, do seu abandono.

O *Currency Board* se inspira no funcionamento do padrão-ouro e se apresenta como uma proposta institucional para restabelecer um padrão monetário estável e independente. Não há emissão de moeda fiduciária, e portanto, possibilidade do governo de implementar políticas econômicas discricionárias que poderiam ter como consequência a deterioração do equilíbrio fiscal. Mas ao mesmo tempo, não se abre mão da emissão monetária, o que garante receita de senhoriagem.

No entanto, a proporcionalidade entre as reservas internacionais do órgão emissor e a oferta de moeda da economia não é necessariamente de um para um, na medida que os bancos podem criar moeda através do multiplicador bancário e há exportação e importação de capital. Assim, um banco do país ao contrair um empréstimo externo e convertê-lo em moeda nacional através do *Currency Board*, poderá expandir a oferta de moeda na economia, caso aja demanda por crédito no país. Se a confiança por parte dos agentes econômicos no sistema se expressa através da manutenção dos depósitos bancários, o multiplicador bancário pode ser elevado. Contudo, neste esquema institucional, o banco central está impedido de desempenhar a função de prestador de última instância para o sistema bancário de reservas bancárias fracionárias. Em geral, defende-se que o sistema bancário precisará manter reservas voluntárias maiores sobre seus depósitos. Porém, se há integração financeira crescente, a necessidade de reservas voluntárias dos bancos pode ser compensada. Afinal, se o banco estrangeiro sofrer um corrida contra os seus depósitos com certeza a matriz virá em seu socorro.

Estabelece-se assim, uma das pré-condições para garantir que o *Currency Board* funcione sem problemas, isto é, não seja capaz de deflagrar uma crise financeira quando

o fluxo de capital é negativo: “A condição de viabilidade a longo prazo de um regime de caixa de conversão, é que os bancos precisam transnacionalizar-se. Com um sistema bancário transnacionalizado, as filiais locais contariam com as matrizes como emprestadoras de última instância, de maneira que os próprios bancos seriam responsáveis em assegurar a conversibilidade dos depósitos”⁶.

Cabe observar também que nessa versão radical de câmbio fixo, o governo não possuirá mais capacidade de realizar política monetária ou política fiscal. Ambas estarão totalmente subordinadas ao mecanismo imposto pelo funcionamento do *Currency Board*. Dessa maneira, não há instrumentos de política econômica disponíveis para enfrentar as flutuações macroeconômicas. Pelo contrário, os choques externos expansivos ou restritivos são ampliados, e não amortizados, neste regime cambial, visto que não há possibilidade de aplicação de medidas anticíclicas. Num ambiente de globalização financeira e volatilidade dos fluxos de capitais, o ingresso de capitais no boom podem gerar expansão da oferta de moeda, do crédito e do produto, sem elevação da inflação. Contudo, choques adversos levaram à recessão e pressões deflacionárias, ou seja, têm um custo bastante elevado para sociedade. Estes aspectos negativos do ajuste automático de sistemas monetários *a la* padrão ouro não são novidade. O próprio Keynes fez duras críticas às autoridades inglesas no pós guerra, devido ao custo imposto à sociedade pela decisão de restaurar o padrão ouro na paridade do período pré guerra.

Um dos riscos associados à adoção do *Currency Board* é o de produzir uma apreciação na taxa de câmbio. Uma vez que a moeda escolhida como lastro esta sob um regime de câmbio flutuante⁷, caso ela se valorize frente as outras moedas, o país que a adota como moeda âncora, poderá ter problemas com seu setor exportador, e

⁶ Damil, M. (1999: 43), nota de rodapé e apresentada como de Williamson, J. What role for currency boards? Institute for International Economics, Washington D. C.

⁷ Com exceção das moedas européias que têm uma paridade fixa com relação ao Euro, as principais moedas – dólar, euro e yene – estão sob um regime de taxas flutuantes.

consequentemente, apresentar déficits comerciais persistentes. Sem falar que ao introduzir tal mecanismo institucional, os exemplos históricos mostram que a taxa de inflação não converge automaticamente para os níveis da moeda âncora. Portanto, uma inflação residual persistirá durante um certo período e sua correção exigirá que os preços nominais sejam flexíveis para baixo. Caso se verifique a apreciação, os ajustes ocorrerão primeiro nas quantidades, e depois nos preços, isto significa que será necessário produzir recessão.

Vale lembrar que em períodos de grande liquidez nos mercados internacionais, o déficit comercial produzido pela apreciação cambial pode ser compensado pela entrada de capitais, que por sua vez podem até estimular o crescimento, via expansão do crédito. Contudo, como já foi discutido acima, choques adversos podem se tornar insustentáveis para a sociedade.

3. Algumas Observações sobre a Experiência Argentina de *Currency Board*

Na história econômica, o arranjo institucional de *Currency Board* esta associada a idéia de expansão colonial. As colônias não possuíam soberania para emitir moeda, e o meio circulante existente era o imposto pela metrópole que deste modo coletava a receita de senhoriagem.

Esse era o sistema prevalecente nas colônias inglesas. Sobreviveram até o final do século XX em Hong Kong, Singapura e Brunei. Em 1991, a Argentina adotou tal mecanismo institucional como estratégia de estabilização, ao se impor uma “camisa de força” que impediria o financiamento inflacionário e obrigaria a sociedade realizar o ajuste fiscal. Num sistema de *Currency Board* o país só experimenta um aumento na inflação quando há inflação no país da moeda lastro.

Após inúmeros fracassos de estabilização de inflações altas e crônicas, o sistema de *Currency Board* foi debatido e defendido como estratégia para um período transição de um regime de inflação alta para um de inflação baixa.⁸ No entanto, como Guidotti e Rodriguez (1991) ressaltam: a *dolarização* dificilmente será voluntariamente revertida: *“Dollarization in Latin America is the product of the financial liberalization processes implemented during the 1970s and 1980s, which have allowed greater competition in monetary and financial services. It is no surprise, therefore, to see the currency that provides the cheapest services gaining a rising market share.”*

Na verdade, a dolarização funciona satisfatoriamente quando todo o sistema bancário nacional é transferido para estrangeiros. Feldestein (1999:13), em seu manual de auto-ajuda para os países emergentes, descreve o que estes deveriam fazer para evitar o risco de crise financeira. “Uma crise bancária interna só não irá provocar uma corrida cambial se os depositantes puderem transferir seus recursos de bancos nacionais para filiais de bancos estrangeiros e sustentados por bancos centrais de outros países, como ocorre atualmente na Argentina.”

Neste contexto, as declarações do presidente argentino, bem como do ex-ministro Cavallo, prevendo um aumento no grau de *dolarização* no futuro, com a renúncia de emissão de moeda, depois de acabarem com os bancos nacionais, parecem confirmar a irreversibilidade voluntária do processo. No entanto, chama à atenção Tobin (1998: 15) *“Unfortunately the Federal Reserve is not going to weigh macroeconomic problems in Patagonia even as much as those in Boise. But this is the destination to which financial globalization is taking developing countries, whether the IMF, the US Treasury, and the other lords of international finance acknowledge it or not.”*

⁸ Durante o período de grande liquidez no mercado internacional, tal sistema produziu efeitos positivos sobre o produto e o nível de preços, porém em termos de emprego os resultados foram pouco satisfatórios.

Na verdade, a *dolarização* argentina tem avançado a passos largos. A crise bancária deflagrada com a crise do México em 1994, resultou num aprofundamento da desnacionalização dos bancos argentinos. Segundo ressalta Damil (1999: 45): “tiveram peso (e muito grande devido ao seu efeito sobre as expectativas) o acesso a um importante pacote de apoio externo em que participaram os organismos multilaterais, e em particular o Fundo Monetário Internacional. O marco destes acordos foram a obtenção de fundos destinados à apoiar as entidades financeiras e facilitar o processo de fusão e absorção, que foi um dos eixos de ação dirigida a reverter o quadro de crise financeira do começo de 1995.”

Será que este processo explica o não desaparecimento das linhas de crédito internacional na Argentina? Parece que sim e este é o caminho apresentado como recomendável aos demais países emergentes. Segundo Garten (1999:8): a *dolarização* reduz o risco de crise financeira. “Uma maneira de afastar o perigo seria a manutenção, pelos países emergentes, de reservas internacionais muito maiores que as atuais. Aqueles que possuíam um volume maior de reservas saíram-se melhor na crise. Afinal, as atuais crises tendem a se manifestar com violência e de maneira inesperada nos mercados de capitais. Como parte dessa estratégia, os países deveriam imitar a Argentina e assegurar linhas de crédito substanciais antes que surjam os primeiros sinais de problema.”

Parece assim, que o avanço da dolarização e a transnacionalização dos bancos são a condição necessária e suficiente para assegurar o bom funcionamento do regime de câmbio fixo com *Currency Board*, uma vez que este garante que o ajuste fiscal seja realizado. No entanto, chama à atenção os dados de comércio exterior da Argentina. Estes tornam evidente que a sustentação da moeda brasileira valorizada facilitou as

exportações de produtos argentinos para o Brasil. Muitos economistas brasileiros⁹ defendem até que o *Currency Board* só se sustentou naquele país devido à insistência das autoridades monetárias brasileiras em manter o real valorizado.

4. A dolarização avançou no Brasil?

As experiências de *Currency Board* não são inéditas no Brasil. Em 1906, influenciados pela experiência bem sucedida argentina com o padrão ouro, “criou-se a Caixa de Conversão, investida do poder de emissão de notas plenamente conversíveis em ouro, e vice-versa, a uma taxa fixa de câmbio.”¹⁰ Neste período a estabilidade monetária doméstica esteve atrelada ao comportamento do balanço de pagamentos, ou seja, à política de valorização do café. Essa primeira experiência é rompida com a retração do fluxo de empréstimos para os países subdesenvolvidos no início da Primeira Guerra Mundial.

O retorno do padrão ouro em moda na Europa no pós guerra, repercutiu no Brasil levando a criação da Caixa de Estabilização em 1927, e ao seu abandono com a eclosão da Crise de 1929. Ambas experiências foram estimuladas pela política de valorização do café. O levantamento de empréstimos externos no mercado internacional e sua conversão em moeda doméstica, permitia expansão do crédito doméstico, uma vez que as autoridades monetárias não podiam esterilizar a entrada de recursos externos pois desempenhavam um papel passivo. Assim, era possível financiar a política de valorização do café e sustentar o preço do principal produto da pauta de exportação, o que garantia saldos favoráveis na balança comercial. No entanto, quando os preços de

⁹ Para citar apenas alguns: Maria Conceição Tavares, Eduardo Giannetti, Paulo Nogueira Batista Jr., Delfim Netto, Gilson Schwartz .

¹⁰ Fritsch, 1990:38.

exportação e os empréstimos externos entraram em colapso, a grande contração monetária produzia efeitos reais negativos bastante dolorosos.

Após essas duas experiências, o mecanismo institucional do *Currency Board* chegou a ser apresentado para debate como uma estratégia de estabilização nos anos 90, novamente sobre a influência do programa argentino. No Brasil merece destaque a proposta do Conselho da moeda, desenhada por André Lara Resende, um dos formuladores do Plano Real¹¹. Segundo seus defensores, o mérito do mecanismo, esta na obrigação de se promover um ajuste fiscal num sistema do tipo *Currency Board*, e consequentemente, sinalizar aos agentes um rigoroso comprometimento das autoridades governamentais com políticas de equilíbrio fiscal. No entanto, seus próprios defensores reconheciam a dificuldade em implementá-la num país com as especificidades do Brasil.

Vale lembrar que o programa argentino foi adotado depois de uma profunda crise, que criou as pré-condições para a implementação do *Currency Board*. A economia passou por dois episódios hiperinflacionários ao longo dos 3 anos anteriores, o que possibilitou um avanço na *dolarização*. Diferentemente, no Brasil a substituição da moeda, decorrente dos altos níveis inflacionários, foram direcionados, em geral, para os ativos financeiros indexados e não para o dólar como na Argentina. Em 1989, houve uma troca compulsória dos depósitos a prazo pelos Bonex, título público denominado em dólares, mas com prazo de vencimento de dez anos. Tal medida significou uma drástica redução da liquidez, praticamente eliminando o passivo não-monetário do governo argentino¹². Assim, a dívida pública interna não poderia ser automaticamente transformada em moeda, equacionando a questão do montante de reservas

¹¹ Resende, 1992.

¹² Lopes, 1991.

internacionais necessárias para garantir a conversibilidade e inibir ataques especulativos contra a moeda.

A proposta de estabilização através do *Currency Board* foi abandonada no Brasil. Dentre os motivos, merece destaque que em comparação com a Argentina, a economia brasileira era pouco dolarizada e o montante da dívida pública de curto prazo elevado. A inércia inflacionária foi eliminada com a criação da moeda URV que desempenhou, durante um período de transição, apenas a função de unidade de conta. O regime de taxa de câmbio inicialmente adotado foi o de taxas flutuantes que teve como consequência a valorização da moeda brasileira frente ao dólar. Após a crise do México, o regime cambial foi alterado para o de bandas ajustáveis. Porém, este já partia de um patamar de câmbio valorizado.

Não se pode negar que o processo de abertura e liberalização financeira atingiu também a economia brasileira. Destaca-se a venda de instituições financeiras nacionais à instituições estrangeiras. Porém, não se pode afirmar que houve, e muito menos que se deseja, uma transnacionalização do sistema financeiro. Ainda há instituições nacionais importantes e de peso participando do sistema financeiro brasileiro.

5. Considerações Finais

O conveniência em se adotar um regime de câmbio fixo com *Currency Board* pressupõe o preenchimento de algumas condições fiscais e financeiras. Primeiro, deve-se aceitar o rigor do ajuste fiscal requerido para por em operação um sistema que não permite a realização de política econômica discricionária, mesmo que os custos em termos de produto e emprego sejam elevados. Segundo, deve-se aceitar a irreversibilidade da dolarização e a transferência dos bancos privados nacionais para

capitais estrangeiros. As funções de autoridade monetária provavelmente serão desempenhadas, em parte, pelas matrizes dos bancos privados estrangeiros que exercerão o papel de emprestadores de última instância, e em parte, pelo Banco Central da moeda lastro que conduzirá a política monetária.

Em suma, sem essas condições talvez o *Currency Board* não seja possível, porém com elas talvez ele não seja necessário.

Resumo

A atabalhoada mudança no regime cambial brasileiro fez ressurgir as propostas de *dolarização* com *Currency Board* para a economia brasileira. Nos últimos anos, as controvérsias com respeito à condução da política cambial e monetária, reforçam a necessidade de aprofundar o debate. Este artigo tenta contribuir discutindo a viabilidade de adoção de um sistema rigoroso de câmbio fixo do tipo *Currency Board* no Brasil, num período de diminuição do fluxo de capitais voluntários disponíveis para os países emergentes.

Bibliografia

- Batista Jr, Paulo N. “A Armadilha da *dolarização* ”. *Estudos Econômicos*, vol. 23, n. 3, set/dez, 1993.
- Carvalho, Carlos E. (1992) “Âncora cambial, conversibilidade e *dolarização*”, In: Batista Jr, P. N e Belluzzo, L. G. *A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional*, Paz e Terra, São Paulo.
- Damill, Mario (1999) “Convertibilidad, capitales volátiles y estabilización: el papel de las finanzas del gobierno”, *Revista de Economía Política*, vol. 19, n.1(73), jan-mar.
- Feldstein, Martin (1999) “Manual de auto-ajuda para os mercados emergentes” *Foreign Affairs*, Edição Brasileira, publicação da Gazeta Mercantil, 12 março.
- Fritsch, Winston “Apogeu e Crise na Primeira República: 1900-1930”, In: Abreu, M. P. *A Ordem do Progresso – Cem anos de Política Econômica Republicana*, Editora Campus.
- Garten, Jeffrey (1999) “Lições para a próxima crise financeira” *Foreign Affairs*, Edição Brasileira, publicação da Gazeta Mercantil, 12 março.
- Guidotti, Pablo e Rodriguez, Carlos “Dollarization in Latin America: Gresham’s Law in Reverse?” *IMF Staff Paper*, vol.59, n. 3, September 1992.
- Hadba, Fernando “Caixa de Conversão” EPGE Ensaio Econômicos, no. 217, agosto de 1993.
- Keynes, John M. *A Tract on Monetary Reform*. The Collected Writings of John Maynard Keynes, Published for The Royal Economic Society, 1971.
- Liviatan, Nissan (edited) (1993) “Proceedings of a Conference on Currency Substitution and *Currency Board*”, *World Bank discussion papers*; 207.
- Lopes, Francisco “O austral conversível” *Revista de Economía Política*, vol. 11, n. 4, out-dez, 1991.
- Resende, André Lara (1992) “O conselho da moeda: um órgão emissor independente”, *Revista de Economía Política*, volume 12, no. 4, out-dez.
- Tobin, James (1998) “Financial Globalization: Can National Currencies Survive?” *Annual World Bank Conference on Development Economics*, Washington, D.C, April.