

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

ESCOLHA DE TIPOS DE REGIME CAMBIAL: BRASIL E ARGENTINA NA  
DÉCADA DE 90 E EQUADOR (2001)

Elias Francisco Pariz Neto

No. de matrícula 0015749-3

Orientador: José Guilherme Reis

Dezembro de 2003

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

Gostaria de agradecer ao professor José Guilherme Reis pela orientação e sugestões de leitura, sem as quais não seria possível a conclusão deste trabalho.

## **Índice**

<b>Introdução</b>	<b>5</b>
<b>Capítulo 1 – Taxas de Câmbio e Equilíbrio Externo</b>	<b>6</b>
1.1 – Taxa Nominal de Câmbio	6
1.2 - Taxa Real de Câmbio	7
1.3 - Taxa Real de Câmbio e Equilíbrio Externo	8
<b>Capítulo 2 – Regimes Cambiais</b>	<b>11</b>
2.1 – Regimes com Taxas de Câmbio Fixas	11
2.2 – Regimes com Taxas de Câmbio Flutuante	14
2.3 – A escolha de regime cambial e os choques externos	16
<b>Capítulo 3 – Dolarização – Vantagens e Desvantagens</b>	<b>20</b>
3.1 – Vantagens	20
3.2 – Desvantagens	24
3.3 – Requisitos	26
<b>Capítulo 4 – Argentina e Brasil: Dois casos da década de 90 que utilizaram âncora cambial como ferramenta de estabilização</b>	<b>27</b>
4.1 – O caso argentino	27
4.2 – O caso brasileiro	31
<b>Capítulo 5 – Um caso de opção pela dolarização: o Equador no ano de 2001</b>	<b>35</b>
<b>Conclusão</b>	<b>44</b>
<b>Bibliografia</b>	<b>46</b>

## **Introdução**

Nos últimos anos tem sido grande o debate sobre qual tipo de regime ou política monetária os países emergentes deveriam utilizar para melhor lidar com os choques externos dado os seus problemas internos. Neste trabalho podemos identificar quais seriam as principais características e problemas trazidos com a escolha do câmbio flutuante e do câmbio fixo.

No que diz respeito a essa escolha os agentes estão preocupados com o trade-off entre credibilidade e flexibilidade. Enquanto a escolha pelo câmbio fixo traz ganhos de credibilidade para a economia como um todo (no sentido que a taxa de câmbio não irá se modificar da estabelecida pelo Banco Central), a escolha pelo câmbio flutuante traria consigo uma flexibilidade no que diz respeito à condução da política monetária, o que sobre o outro tipo de regime é inconsistente..

Para isso, primeiramente faremos uma análise da importância que a taxa de câmbio tem para o ajuste das contas externas de um país. Tendo esse conceito como pano de fundo um segundo passo seria a definição dos tipos de regimes cambial que podem ser utilizados como política monetária. Numa terceira etapa pretendendo analisar o como os diferentes regimes cambiais foram utilizados como ferramentas de estabilização nos casos de Brasil e Argentina na década de noventa e mais especificamente no caso do Equador já em 2001.

Com essa discussão chegamos a conclusão de que o melhor regime a ser adotado por um país vai depender de que tipo de choque este está afim de se proteger e que tipo de objetivo está querendo alcançar. Podemos dizer que ao lado da escolha pelo regime cambial e por qual seria o tipo de política monetária a ser adotada cabe um estudo específico das instituições e leis do país para que as suas necessidades sejam respeitadas e levadas em conta na hora em que se faça essa decisão. Que tipo de política deve ser adotada não ser uma regra de bolso no qual existem defensores e críticos. Cada caso é um caso que merece especial atenção e que pode exigir políticas distintas das utilizadas ortodoxamente.

## 1. TAXAS DE CÂMBIO E EQUILÍBRIO EXTERNO

Para o desenvolvimento deste trabalho, é preciso que primeiramente algumas variáveis macroeconômicas sejam definidas. Além disso, cabe apresentar a importância que algumas dessas variáveis tem na dinâmica e no desenvolvimento de uma economia aberta.

Em uma economia aberta, a taxa de câmbio é uma variável chave. O principal aspecto que os agentes das economias abertas levam em consideração ao tomarem suas decisões é o preço dos bens domésticos em relação ao preço dos bens estrangeiros. Esse preço relativo é chamado de taxa real de câmbio. Esta taxa não pode ser observada de maneira direta. O que encontramos nos mercados e nos jornais são as taxas nominais de câmbio, ou seja, o preço relativo entre as moedas. Com isto, para que possamos definir o conceito de taxa real de câmbio, precisamos primeiramente desenvolver o conceito de taxa nominal de câmbio.

### *1.1 – Taxa Nominal de Câmbio*

Taxa Nominal de Câmbio é apenas a quantidade de moeda estrangeira que pode ser adquirida com uma unidade de moeda doméstica, ou ainda, a quantidade de moeda doméstica que precisamos para comprar uma unidade de moeda estrangeira.. Por exemplo, se a taxa de câmbio entre o Real e o Dólar é de US\$ 0.50 por Real, isto quer dizer que um Real é capaz de ser trocado (ou vale o mesmo que) cinquenta centavos de Dólar. Por outro lado, existe ainda uma segunda forma a qual podemos definir a taxa de câmbio nominal. Podemos nos referir a ela como a quantidade de Reais necessários para comprar um dólar. Desta forma, precisaríamos, segundo o exemplo acima, de R\$ 2,00 para comprarmos uma unidade de Dólar.

A quantidade de Reais que precisamos para comprar um dólar pode variar. No Brasil, por exemplo, o regime cambial vigente após 1999 é o de câmbio flutuante. Neste tipo de regime, a Taxa de Câmbio Nominal é determinada pelo mercado, ou seja, pela oferta e pela demanda de divisas. É verdade que existem intervenções esporádicas de Banco Central (BC) brasileiro que tenta reduzir a volatilidade desta cotação (fazendo com que alguns

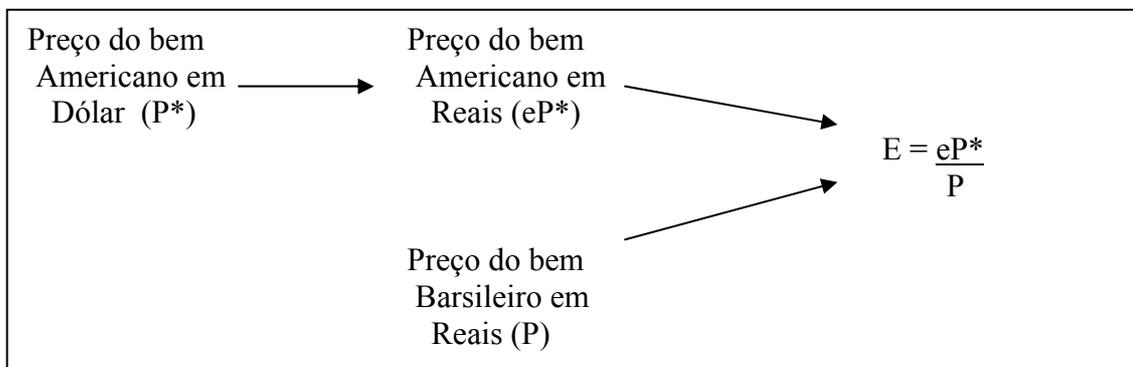
afirmem que o regime cambial não é totalmente flutuante pois sofre com intervenções do BC – sendo assim um regime de câmbio flutuante “sujo”). Isso porque o BC tem por meta a inflação e a redução sistemática dos riscos envolvidos em operações de câmbio com o objetivo de diminuir as incertezas dentro da economia local. A seção sobre regimes cambiais discutirá esses conceitos, bom como as várias alternativas de política cambiais.

### *1.2 – Taxa Real de Câmbio*

Se observarmos bem o que a taxa de câmbio nominal quer nos dizer, ficaríamos insatisfeitos com sua utilidade prática. Isto porque um número pelo qual podemos trocar uma moeda pela outra não esgota os fatos relevantes que devem ser colocados em questão sobre o poder de compra de uma moeda. O que importa para decisão dos agentes é o preço dos bens quando colocados sobre uma mesma ótica, ou sobre uma mesma moeda. Somente desta forma podemos comparar os diferentes bens.

Suponha que a grama do ouro do Brasil custe 20 Reais e a mesma grama de ouro nos EUA custe 15 dólares. Para comparar os preços precisamos converter esses preços para uma mesma moeda, que pode ser o Real ou o Dólar (ou ainda uma terceira moeda qualquer). Se, por exemplo, a taxa de câmbio nominal é de R\$ 2,00/US\$, isto significa que a grama de ouro nos EUA custa o mesmo que 30 Reais. Se compararmos este preço com o negociado no mercado brasileiro podemos concluir que o ouro no Brasil está mais barato que nos EUA. Com isto, podemos dizer que a relação entre os preços dos bens domésticos e os preços dos bens estrangeiros é chamada de taxa real de câmbio.

$$\text{Taxa Real de Cambio} = \frac{(2 \text{ reais / dólar}) \times (1,50 \text{ dólar})}{(2 \text{ reais})} = 1,5$$



E – Taxa de Câmbio Real

e – Taxa de Câmbio Nominal

Cabe ressaltar como a Taxa de Câmbio Real é utilizada na prática. Diferente do exemplo visto acima, onde utilizamos um bem para comparar o poder de compra entre as moedas, na prática as pessoas utilizam uma cesta de bens. O interesse das observações é, portanto, sobre um conjunto de bens e não sobre um bem específico apenas.

Para terminar esta seção devemos ressaltar a importância da Taxa Real de Câmbio. Mesmo que o câmbio nominal seja aquele mais presente nos mercados em geral e na imprensa, não devemos nos esquecer que por de trás dela está uma relação de preços entre as economias. O que estamos comparando não são apenas taxas sem importância, mais sim o poder de compra e os preços relativos que uma moeda, ou um país tem, em relação a outro. O que importa para esse estudo são as consequências das variações da taxa de câmbio real.

### 1.3 Taxa Real de Câmbio e o Equilíbrio Externo

O Balanço de Pagamentos de um país registra todas as transações da economia com o exterior. O equilíbrio das contas externas de um país e conseqüentemente do Balanço de Pagamentos está estreitamente relacionado com a taxa de câmbio real. Isso porque variações nessa taxa são capazes de gerar modificações nos fluxos de comércio, importações e exportações de bens e serviços e no fluxo de capitais. Note que com câmbio

flutuante e com a conta corrente equilibrada, não há entrada ou saída líquida de capitais pois a variação de reservas é zero, por definição.

No entanto, vamos supor uma depreciação real da taxa de câmbio desse país e manter todas as outras variáveis, dentro e fora do país em estudo, constantes. Isso pode ter acontecido ou porque os preços domésticos caíram ou porque a taxa de câmbio nominal se desvalorizou. Por um ou por outro motivo, podemos notar que pela expressão acima os bens domésticos se tornam mais atrativos. Há um ganho nos termos de troca para essa economia. Note que além de um aumento nas exportações, há também uma redução nas importações pois agora não houve apenas um aumento da demanda externa por produtos nacionais, mas também houve um aumento da demanda doméstica por bens fabricados no próprio país. Isso por sua vez tem um efeito considerável sobre o balanço de pagamentos que partindo de uma situação de equilíbrio, passou a ter superávit, ou seja, houve um aumento nas reservas do país que experimentou a desvalorização. Além disso, se um país sofre com déficit no Balanço de Pagamentos, ao contrário da situação inicial onde partimos de uma situação de equilíbrio, o efeito da desvalorização da taxa de câmbio real poderia melhorar o quadro deficitário do país em questão. Nesse contexto podemos citar o recente caso brasileiro onde uma desvalorização nominal que levou a moeda local a ser cotada a 4R\$/USD partindo de um patamar inferior 3,00R\$/USD melhorou sensivelmente o resultado da balança comercial do país fazendo com que já nesse no ano de 2003, um ano depois do ocorrido, o país experimentasse um superávit em Balança Comercial que vai superar os 22 bilhões de dólares até o fim do ano. Sendo assim, uma depreciação da moeda corrente do país torna os preços de seus bens mais baratos para os estrangeiros.

De outra forma, o caso de uma valorização na taxa real de câmbio pode trazer uma saída de recursos, ou reservas, do país. Note que neste caso, pela fórmula, estaríamos presenciando uma redução em “E”, seja ela porque “e” caiu (houve uma valorização do câmbio nominal) ou porque “P” subiu. Com isso, os produtos domésticos passam a ser menos atrativos para os estrangeiros. Ainda nessa linha, os consumidores de dentro desse país vão querer comprar mais bens importados, visto que houve um “encarecimento” real dos bens domésticos. Isso diminui as exportações e aumenta as importações o que piora o resultado do balanço de pagamentos. Há uma saída líquida de recursos que diminui as

reservas do país. É claro que esse déficit na Conta Corrente pode ser financiado pela Conta de Capitais através do crédito internacional por um determinado tempo. Todavia esse déficit não pode ser eterno e medidas contra esse desequilíbrio devem ser tomadas. A partir do momento que os financiadores começarem a desconfiar da capacidade de pagar o que é devido, pode ser que estes sumam. Com isso, a crise é certa visto que faltarão recursos para honrar as dívidas do país que terá que recorrer ao Fundo Monetário Internacional, reestruturar sua dívida ou ainda declarar um *default*. Em suma, tudo mais igual, uma apreciação da moeda corrente de um país torna seus bens mais caros para os estrangeiros.

## 2. REGIMES CAMBIAIS

Regimes cambiais são instrumentos que ajudam a organizar a política econômica de um país. De outra forma, são ordenadores da política econômica. Assim, dois são os principais tipos de regimes cambiais: um primeiro onde a taxa de câmbio nominal é fixa e um segundo regime onde a taxa de câmbio nominal pode flutuar e é determinada pelo mercado. Existem ainda diversas combinações que se encontram numa zona intermediária entre o regime fixo e o flutuante. Em alguns países, o câmbio é fixo, porém ele pode sofrer com desvalorizações periódicas, assim como ocorreu no período de Bretton Woods onde as taxas eram fixas porém poderiam ser desvalorizadas se fossem apresentados aos demais países motivos estruturais que justificassem uma desvalorização. Pode existir ainda um regime de câmbio flutuante onde existam intervenções da autoridade monetária do país para que a volatilidade da taxa de câmbio nominal seja mantida a níveis baixos. Abaixo vamos estudar apenas as formas extremas deixando os casos que se encontram entre o fixo e o flutuante como qualificações que possuem elementos dos dois tipos de regime em maior ou menor grau.

### *2,1 - Regimes com Taxas de Câmbio Fixas*

Um regime de câmbio fixo é aquele em que o Banco Central ou uma autoridade monetária assume o compromisso em comprar e vender a moeda estrangeira a um determinado preço fixo.

Em geral, a discussão entre câmbio fixo e flutuante está relacionada ao trade-off entre estabilidade (credibilidade) e flexibilidade. A estabilidade seria o principal objetivo de um regime que tem sua taxa de câmbio fixa. Primeiro, porque proporciona um incentivo às transações internacionais de bens e recursos, o que aumenta o comércio e o investimento internacional. Esse regime, num cenário de alta inflação, daria credibilidade à política anti-inflacionária pois criaria restrições as autoridades fiscais e monetárias do país que passariam a se preocupar com a estabilidade cambial.

O desenvolvimento recente do mercado financeiro fez com que diversos instrumentos de proteção contra flutuações inesperadas fossem criados. Isso fez com que o

primeiro argumento a favor de um regime que tem a taxa de câmbio fixa fosse atenuado. Todavia, podemos ressaltar que em muitos países em desenvolvimento o mercado de capitais muitas vezes ainda não oferece tais instrumentos que poderiam servir como hedge cambial.

Já o segundo argumento diz que o regime de taxas de câmbio fixa traz consigo credibilidade para política monetária e para política econômica em geral. Nesse caso, se torna especialmente importante para países com histórico de inflação alta. Num cenário de desconfiança onde a moeda local vem perdendo seu valor intrínseco via inflação descontrolada, o país em questão pode adotar uma âncora cambial, importando assim, para seu território, a credibilidade da moeda a que se está atrelando a moeda nacional. Tendo adotado a paridade fixa, os agentes são capazes de criar uma nova perspectiva sobre a política econômica do país. Passa a existir uma nova disciplina monetária e fiscal que na teoria é capaz de reverter as expectativas da sociedade. De um lado, a política monetária perde a capacidade de buscar outros objetivos que não a estabilidade do câmbio. Se uma nova meta que não esta for implementada, o regime de câmbio fixo estará sendo posto em jogo. Se por exemplo existe uma meta para o produto com a redução dos juros internos, um impacto negativo sobre as reservas do país seria logo percebido pelos mercados de moeda o que colocaria rapidamente em jogo o regime de câmbio fixo. Por outro lado, com as restrições impostas a política monetária, a política fiscal também fica **limitada**. Isso porque os déficits públicos não podem mais ser financiados por emissão de moeda, restando apenas a opção de emitir títulos ( que também não é totalmente irrestrita visto que a emissão de títulos tem efeito direto sobre a determinação da taxa de juros corrente o que também pode afetar o regime de câmbio fixo). Neste cenário, as autoridades seriam obrigadas a manter as contas públicas equilibradas ou mesmo com pequenos déficits temporários que possam ser financiados com recursos externos. A disciplina criada pelo objetivo central de manter a paridade cambial faz com que os agentes vejam como crível o compromisso das autoridades em manter estável o nível de preços.

Cabe ressaltar nesse ponto que a idéia da “camisa de força” onde a política monetária do país fica totalmente ausente pode ser melhor qualificada quando observamos casos reais. Podemos citar aqui o caso argentino, onde mesmo após a adoção do currency

board, o país persistiu em manter déficits fiscais e financiá-los via emissão de “quase moedas” como os *patacones* e outras notas emitidas pelas diferentes províncias que na prática eram utilizadas como meio de troca. Sendo assim, por mais que o governo não pudesse de forma explícita emitir pesos (moeda local da Argentina), conseguiu driblar essa restrição através de um financiamento alternativo que na prática se confundia com a emissão efetiva de moeda local. É claro que um dos motivos do colapso do regime de câmbio fixo no país teve esta como uma de suas principais causas. Como visto, as autoridades monetárias não podem agir desta maneira num regime de câmbio fixo. Tal fato, depois de algum tempo certamente será percebido pelos agentes que serão os primeiros a tomar providências que terão impacto sobre a sustentabilidade do sistema, ou seja, os agentes percebem esse tipo de disfarce e tomam as devidas medidas de proteção.

A perda da liberdade de se fazer política monetária e fiscal se torna, portanto, o principal alvo das críticas desse tipo de regime. Além disso, os ajustes aos choques externos tem que ser feitos a partir da redução de salários, dos níveis de produção e do emprego o que torna esse ajuste lento se comparado com a agilidade de variação na taxa de câmbio nominal em regimes de taxa de câmbio flutuante. Nesse tipo de regime, como será visto adiante, é mais fácil a absorção dos choques externos através de um novo alinhamento da taxa de câmbio nominal.

Além da perda da flexibilidade existem ainda duas outras críticas ao regime de câmbio fixo. Primeiro, temos o fato de que sobre um regime de câmbio administrado e crível, os agentes teriam mais incentivos a tomarem empréstimos e a se endividarem (através de compras no exterior) em moeda estrangeira pois estariam subestimando os riscos cambiais envolvidos nessas operações. Em segundo lugar, a dependência da política monetária sobre o compromisso de manter a paridade retira das autoridades monetárias a possibilidade de emitir moeda para socorrer o sistema bancário em situações de dificuldade e de corridas bancárias.

Todavia alguns defensores do câmbio fixo apresentam argumentos que reduziriam a importância desses dois fatores contrários. Em relação ao empréstimo de última estância alguns autores afirmam que poderiam ser alcançadas novas fontes de financiamento que

trariam maior segurança ao sistema bancário. Uma primeira alternativa seria o estabelecimento de linhas internacionais de crédito através do pagamento de um prêmio.

## 2.2 – Regimes com Taxa de Câmbio Flutuante

Nesse tipo de regime, o Banco Central não assume qualquer compromisso com a manutenção de uma determinada taxa de câmbio nominal. A cotação da taxa de câmbio nominal é formada, portanto, pela lei da oferta e da demanda no mercado de divisas podendo o Banco Central intervir ou não nesse mercado com um outro objetivo que não o da manutenção de uma determinada taxa de câmbio.

Ao contrário do argumento pela estabilidade, o regime de taxas de câmbio flutuante utiliza o argumento de que a política monetária teria flexibilidade para adotar outros objetivos que não o de defender uma paridade cambial. Políticas expansionistas, como por exemplo a de redução das taxas de juros domésticas, teriam a capacidade de aumentar a demanda interna e ainda promover um crescimento das exportações. Com isso, as autoridades teriam capacidade de absorver eventuais desequilíbrios no balanço de pagamentos sem os custosos ajustes recessivos que são necessários num regime de câmbio fixo. Sendo assim, o regime de câmbio flexível teria a vantagem de proporcionar liberdade para a condução das políticas monetária e fiscal que visam o equilíbrio doméstico. Essa flexibilidade, no entanto viria a custo de uma perda na credibilidade se não existir qualquer compromisso do governo com responsabilidade de manter as finanças do país em ordem. Sendo assim, é necessário que outros mecanismos e instituições se associem ao regime de câmbio flutuante para que a credibilidade volte ao sistema. Nesse sentido podemos citar como exemplos o compromisso com as metas de inflação (no sistema de *inflation targeting*) e o cumprimento de leis como a de responsabilidade fiscal. Esses são dois exemplos claros de como um regime flutuante pode de outra forma conquistar a confiança dos agentes, tanto a nível doméstico como internacional.

Como podemos ver, nesse tipo de regime as flutuações na taxa de câmbio são capazes de absorver rapidamente eventuais choques externos. No entanto, mesmo os defensores do câmbio flutuante admitem que políticas fiscais mal conduzidas também são punidas e de

maneira mais rápida do que em regimes de câmbio fixo. Isso porque qualquer tipo de desequilíbrio é logo reparado numa desvalorização da moeda local e de uma conseqüente pressão sobre o nível de preços domésticos o que gera uma pressão sobre as autoridades do país. Sendo assim, podemos dizer que o regime de cambio flutuante não é substituto para disciplina fiscal, tendo esta última que fazer parte do programa de governo para que haja aumento da credibilidade neste tipo de regime.

Podemos destacar dois pontos a favor do regime flutuante: existe possibilidade de se fazer política monetária e fiscal com objetivos de crescimento e estabilização da economia doméstica; podemos ainda utilizar a taxa de câmbio como estabilizadora automática do balanço de pagamentos.

Já os argumentos que vão de encontro a este tipo de regime dizem respeito principalmente a perda da confiança nas autoridades visto que não existe compromisso claro sobre o poder que o país tem. Um primeiro elemento que pode ser usado como justificativa contrária a adoção deste sistema seria a perda da disciplina por parte dos bancos centrais e da política fiscal. Como os BC's estariam livres de fixar uma determinada taxa de câmbio, poderiam facilmente envolver-se em políticas monetárias inflacionárias. De outra forma, a política fiscal também estaria mais inclinada aos gastos do que se estivesse operando sobre os controles e as imposições requeridas sobre um regime de câmbio fixo. Um segundo argumento seria que a especulação sobre o mercado de câmbio pudesse gerar problemas no mercado de moeda do país. Isso, por sua vez, poderia afetar negativamente o equilíbrio interno e externo sobre o mercado de moeda. A volatilidade na taxa de cambio nominal afetaria negativamente os produtores de tradeables, o sistema financeiro e os balanços das empresas (que possuem ativos e passivos descasados). Outro argumento, seria o fato de que as incertezas sobre a taxa de câmbio poderiam trazer danos ao comércio e aos investimentos internacionais fazendo com que ambos se encontrassem a níveis menores do que os esperados.

Entretanto, se a principal falha do regime flutuante é a perda da credibilidade existem algumas formas de se contornar esse problema. Existe a necessidade de se adotar políticas, leis e instituições adequadas para que este grau de incerteza seja reduzido e o regime

consiga se tornar crível. Em outras palavras, existe a necessidade de que os países que adotam o regime de câmbio flutuante busquem aumentar a sua credibilidade através da criação de leis e instituições que impeçam desequilíbrios macroeconômicos (fiscal e monetário).

Um primeiro requisito a ser atendido seria a identificação de uma âncora nominal para os preços havendo para isso duas alternativas: metas sobre agregados monetários e o mecanismo de metas de inflação. A primeira alternativa após os avanços do mercado financeiro ficou muito difícil de ser acompanhada. Diversos foram os meios de pagamentos, de troca e de reserva de valor que surgiram com o passar dos anos o que tornou cada vez mais difícil para os Bancos Centrais manter o controle sobre esses tipos de agregado. Já a segunda alternativa, que é a mais utilizada hoje em dia, teria a vantagem de trazer alguns atributos de uma âncora cambial. Isto porque é visivelmente transparente e pode ainda ser acompanhado de perto pelos agentes. Esse tipo de meta sobre a inflação é ainda capaz de gerar algum grau de discricão e flexibilidade á política monetária.

### *2.3 – A Escolha do Regime Cambial e os Choques Externos*

A escolha de um regime cambial além de colocar em questão o tradeoff entre credibilidade e flexibilidade está estreitamente relacionada a que tipo de choque o país quer se proteger. Enquanto o regime de cambio flutuante neutraliza os choques externos via ajuste na taxa de cambio nominal, o cambio fixo faz com que a economia esteja exposta a qualquer choque externo real.

Se a escolha for pelo câmbio flexível, qualquer alteração nos níveis internacionais de comércio, como por exemplo uma recessão mundial, pode ser compensada através do ajuste do cambio nominal. Com uma desvalorização nominal, os bens domésticos se tornariam mais baratos incentivando as exportações e reduzindo importações o que mesmo num cenário de recessão mundial faria com que a conta corrente melhorasse.

Todavia, esse ajuste pode trazer problemas para as empresas que têm passivos em moeda estrangeira e receitas em moeda local. Assim, uma forma de proteger essas

empresas de possíveis descasamentos em seus balanços seria através da utilização do instrumento de hedge. Para que isso ocorra, por sua vez, ressaltamos a necessidade de um sistema financeiro forte e desenvolvido para que tais problemas não tragam maiores conseqüências para a economia local. Através do sistema financeiro desenvolvido, as empresas não estariam tão expostas à volatilidade do cambio. Isso porque além de poderem se proteger através do hedge cambial, o sistema estaria fornecendo mais recursos em moeda local o que reduziria sua exposição a possíveis desvalorizações. Note que num país sem qualquer sistema financeiro (sem bancos), as empresas que ali existem são obrigadas a conseguir crédito privado no exterior enquanto que ceteris paribus, um país com sistema financeiro desenvolvido é capaz de prover mais recursos para os empresários do país do que no caso anterior.

Mesmo num regime com metas de inflação o BC não se ausenta totalmente do mercado de divisas, podendo atuar no sentido de estabilizar uma excessiva volatilidade do câmbio. Assim, um segundo ponto chave a ser discutido seria efeito que a desvalorização teria sobre o nível de preços local. Sabemos que um aumento na taxa de cambio nominal encarece os produtos que possuem quaisquer influencia das importações. Isso porque após a desvalorização, os produtos importados se tornam relativamente mais caros do que antes. Esse mecanismo é chamado de *pass-through*, ou seja, é um aumento dos preços domésticos causado pelo aumento na taxa de câmbio nominal. Sendo assim, como garantir um controle sobre inflação tendo em vista um cenário de enfraquecimento da moeda doméstica? Para resolver esta questão podemos recorrer a duas medidas: primeiramente uma intervenção direta. Através dessa solução, as autoridades monetárias, embora não tenham qualquer compromisso com a manutenção de uma taxa de cambio específica, estariam dispostas a intervir no mercado de cambio caso a volatilidade dessa variável aumentasse muito. Isso porque através da compra e venda de moeda estrangeira (seja ela feita através da variação de reservas ou do fornecimento de hedge através de swaps cambiais) a autoridade monetária estaria controlando, mesmo que de forma indireta, o nível de preços do país, tudo para que a meta seja respeitada. Uma segunda medida seria através de um mecanismo de controle de entrada e saída de capitais que limitariam a desvalorização acentuada e repentina da moeda local, ou seja, regulação e controle de capitais. Todavia cabe lembrar que esta segunda alternativa não se mostra como sendo

solução definitiva visto que apenas limita um possível excesso de volatilidade cambial e não resolve o problema de forma definitiva. Neste caso os agentes estariam dispostos a apostar contra a moeda protegida por estes controles até que houvesse uma real desvalorização.

De outra forma, a escolha feita pode ser pelo cambio fixo. Nesse caso existe uma competição direta entre as empresas locais, seus produtos e os dos concorrentes estrangeiros. Não há como a taxa de cambio nominal amortecer eventuais desequilíbrios no Balanço de Pagamentos, podendo este apenas ser feito através de um ajuste no nível dos preços. As empresas e o sistema financeiro não estariam correndo risco cambial visto que existe uma paridade (crível) entre a moeda local e a moeda estrangeira. Isso torna desnecessária a existência de um sistema financeiro tão desenvolvido como no caso anterior onde o cambio podia variar. Sendo assim, num sistema de cambio fixo, caso o país se depare com uma adversidade internacional como enfraquecimento do comércio mundial ou ainda uma diminuição dos fluxos de capitais para países emergentes, a única forma de reverter essa situação seria através de um ajuste nos preços e nos salários. É claro que para que o país ganhe competitividade é preciso que os preços caiam. Note que existe, portanto, a necessidade de que sobre tal regime exista uma maior flexibilidade sobre o nível real dos preços, salários e da política fiscal.

Um segundo ponto necessário para o sucesso do cambio fixo é o que diz respeito as reservas internacionais do país. Seria desejável que um país ao adotar esse regime tivesse em seu poder um alto nível de reservas internacionais. Primeiro porque dessa forma seria capaz de financiar o desenvolvimento provendo liquidez sempre que o sistema precisasse de tal tendo como finalidade o crescimento sem colocar em jogo a credibilidade do cambio fixo. Segundo porque se o país não encontra qualquer problema com as suas reservas fica mais difícil que ataques especulativos sobre a sua moeda tenham algum êxito. Se o mercado de moeda passa a desconfiar que o Banco Central não tem como sustentar a conversibilidade, os *players* passam a vender moeda local em troca de divisas o que diminui as reservas do país. Esse cenário é tão pior quanto menor for o nível inicial de moeda estrangeira guardada pelo BC do país. Para dar um exemplo de caso bem sucedido contra este tipo de ataque especulativo, podemos citar o caso de Hong Kong. Mesmo após

um ataque de grandes proporções sobre sua moeda, devido ao alto nível de reservas, conseguiu sair da crise sem desvalorizar.

### 3. DOLARIZAÇÃO – VANTAGENS E DESVANTAGENS

<b>Principal trade-off: CREDIBILIDADE e FLEXIBILIDADE</b>
---

“Dolarização será a escolha ótima para países com baixa credibilidade e onde a independência da política monetária não tem muita utilidade ou é muito cara de se obter.” Esse tipo de caso, aumentaria os ganhos provindos da credibilidade e não traria grandes perdas em relação a falta que política monetária trariam visto que ela já era pouco eficaz antes da adoção do novo sistema.

#### **3.1 Vantagens:**

Existem basicamente duas vantagens associadas com o regime de taxa de câmbio fixa ou no caso mais extremo da dolarização. Primeiro, a taxa de câmbio fixa reduz o risco cambial o que aumenta o comércio e o fluxo de investimentos para o país. Podemos dizer, ao menos, que tudo mantido constante se reduzirmos as incertezas dentro da economia de um país mais pessoas estarão interessadas em fazer trocas e a investir nesse país. Uma segunda vantagem seria o fato de que uma âncora cambial para a política monetária reduziria o poder discricionário do país fazendo com que os mercados ficassem menos sujeitos à inflação indesejada, ou seja, traria um aumento á credibilidade do país.

A distinção que é feita entre o regime de taxa de câmbio fixa e a dolarização da economia é que os efeitos positivos e negativos de uma economia com câmbio fixo são potencializados numa economia totalmente dolarizada. Se taxas de cambio nominal fixas reduzem o risco cambial, a dolarização praticamente elimina esse risco. Além disso, a dolarização reduz o custo associado ao comércio e ao investimento visto que não há necessidade de se lidar com duas moedas diferentes. Sendo assim, a dolarização eliminaria uma desvantagem que existe em regimes de paridade cambial: a existência de uma possibilidade, mesmo que pequena, de desvalorização e, portanto, a necessidade de se pagar um prêmio de risco pela moeda. Sem esse risco, os agentes domésticos tem a possibilidade de captarem recursos externos e internos a taxa de juros menores reduzindo os custos e riscos envolvidos nessas operações.

Dentro desse quadro, existe um ganho de confiança na economia ampliando sua integração com o resto do mundo. Com o passar do tempo e com a solidificação do sistema e das instituições o risco-país iria diminuir também melhorando ainda as oportunidades de investimento.

Sendo assim, chegamos a três das principais vantagens adquiridas com a dolarização de uma economia. Primeiramente, esse regime reduz os custos de transação. Em segundo lugar, aumenta a credibilidade tanto da política monetária como da política fiscal. Isso por sua vez, resulta em taxas de inflação mais baixas, menor volatilidade na taxa de câmbio real e cria subsídios para o crescimento do sistema financeiro do país. Por último, ainda podemos dizer que o risco país fica reduzido visto que o risco cambial é eliminado.

#### Ganhos de Comércio

Existe na literatura que estuda Áreas Monetárias Ótimas a crença de que há um ganho real dos países que utilizam uma mesma moeda. Estudos afirmam ainda que existe uma relação negativa entre a volatilidade na taxa de câmbio e o comércio entre as nações (Edson e Melvin – 1990 “The Determinants and Implications of the Choice of na Exchange Rate System” e Frankel e Wei – 1998 “Regionalization of World Trade and Currencies: Economics and Politics” afirmam que existe uma correlação negativa entre a volatilidade das taxas de câmbio e o comércio). Além desta vantagem de redução na volatilidade das taxas de câmbio, podemos notar a existência de um ganho associado com a perda da necessidade de se operar com diversas moedas e taxas. A Comissão da Comunidade Européia estima que esta perda para União Européia era da ordem de 0.25% a 0.50% do PIB por ano (Levy Yeyati e Sturzenegger - ), podendo em economias menos desenvolvidas ser ainda maior devido a menor liquidez dos mercados e dos *spreads* mais largos.

Uma moeda comum reduz as incertezas e o risco envolvido no comércio e no investimento. Mesmo que existam mecanismos de hedge que reduzam o risco cambial, sabemos que ele não é perfeito e em mercados pouco desenvolvidos podem até mesmo não

existir os instrumentos necessários para que este hedge seja feito. Além disso, a adoção de uma mesma moeda reduz o custo de transação para as trocas e para o investimento. Podemos observar isto se notarmos que não mais existe a necessidade de se “fazer” o câmbio para que a operação seja concluída. Eliminamos, assim, a figura intermediária que uma instituição financeira teria o que reduz de fato o custo com a comissão que seria gerada nesta operação. Sendo assim, por estes dois canais podemos admitir que existe sim uma redução nos custos de transação o que leva a um conseqüente aumento das negociações de comércio e investimento entre os países em questão.

Os benefícios mostrados acima serão tão maiores quanto for o grau de abertura da economia em estudo. Quanto maior for a participação do comércio internacional como proporção do PIB, maior serão os ganhos com redução dos custos de transação via dolarização. No limite, podemos pensar que em países fechados para o comércio não observaremos qualquer ganho associados a redução dos custos com transações simplesmente porque não existem. Já no caso de uma economia em que existem muitas trocas com o mercado internacional, podemos notar que existe um grande ganho com a redução destes custos.

### Ganho de Credibilidade

Regimes de Câmbio fixo trazem consigo um comprometimento das autoridades monetárias com uma determinada taxa de câmbio. Esse contrato é ainda mais reforçado quando as autoridades não só se comprometem em manter uma determinada taxa de câmbio mas também abrem mão da moeda nacional por uma moeda mais forte. Nesse contexto o ganho de credibilidade é ainda maior. Este ganho de credibilidade , primeiramente, surge do fato de que a política monetária se torna passiva. O governo torna-se incapaz de reduzir seus déficits via emissão de moeda, o que faz com que o governo tenha que rever suas contas pois não mais poderá obter receita via senhoriagem. Essa nova restrição mostra para os mercados a nova situação encontrada pelo país que adotou a dolarização. A dolarização traz com ela um elemento disciplinador que torna necessário o ajuste das contas do país. Nesse contexto cabe ressaltar a importância de reformas estruturais (Reforma Fiscal, Trabalhista, etc) nas economias que adotam esse sistema para

que o regime se torne sustentável e crível. Quando um país importa a política monetária de outro com um bom histórico em termos de inflação isso pode resultar em taxas de inflação mais baixas e menos voláteis visto que a política monetária agora estaria isolada de choques fiscais e pressão de grupos pela desvalorização.

Na teoria, a dolarização deveria impor a política monetária e a inflação uma gradual convergência à situação do país emissor da moeda forte, no caso dos EUA.

### Redução no Risco-País

Este ganho está estreitamente relacionado com o ganho de credibilidade observado com a dolarização de um país de economia instável. O alto custo do capital é um dos principais problemas que os países em desenvolvimento são obrigados a enfrentar. Com a dolarização e com o compromisso das autoridades de que o novo regime não será modificado os agentes internacionais podem adquirir maiores fatias do crédito e do financiamento deste país sem as mesmas preocupações e incertezas de antes. As antigas desconfianças, ao serem colocadas de lado, reduzem o custo de capital via aumento da oferta de crédito o que traz para o país novos investimentos a custos menores. Cabe ressaltar que a nova política monetária pode trazer para o país instituições financeiras de fora que aumentarão o sistema financeiro do país. Tal fato, pode aumentar o crédito, a força do mercado de capitais, pode ainda fortalecer o sistema bancário de país criando investimento e poupança necessários para o crescimento do país. Sendo assim, a redução da volatilidade nas taxas de câmbio real e do custo de capital (taxa de juros real mais baixa), ambos frutos do aumento da credibilidade proporcionada pela dolarização, farão com que o risco de crédito deste país também seja reduzido fazendo com que o financiamento (até mesmo de longo prazo) que antes podia nem mesmo existir volte a fazer parte desta economia. Esse fato melhora as perspectivas de emissão e recompra de dívida externa do país.

### **3.2 Desvantagens:**

São quatro as principais desvantagens em se adotar a moeda de um outro país de economia mais estável. Primeiro, o país que adota uma moeda mais forte (no caso o dólar) perde a capacidade de proteger sua economia de choques externos via ajuste na taxa de câmbio nominal, ou seja, perde o controle sobre sua política monetária. Em segundo lugar, a eliminação da moeda local traz um custo fiscal relacionado com a perda de receita provinda de senhoriagem. Em outras palavras, o país perde a capacidade de emitir moeda nacional, perdendo uma de suas fontes de financiamento. Um terceiro ponto seria o fato de que o uso de uma moeda estrangeira para intermediações financeiras elimina a capacidade do Banco Central local de prestador de última instância (porque abre mão de imprimir moeda não podendo fornecer liquidez ao sistema em caso de necessidade). Por último e talvez a maior perda econômica para um país que decide adotar o regime de taxa de câmbio fixa (ou mesmo dolarização) é a perda da capacidade de se fazer política monetária.

#### Perda da Capacidade de Conduzir a Política Monetária de forma Independente

#### A Perda da Taxa de Câmbio Nominal como Instrumento de Ajuste a Choques Externos

Regimes cambiais distintos possuem diferentes formas de lidar com choques externos. Enquanto países que possuem taxa de câmbio flutuante conseguem melhorar sua situação externa via desvalorização de sua taxa de câmbio nominal, países com o câmbio fixo (ou mesmo países “dolarizados”) não podem fazer o mesmo. Para que este consiga adquirir competitividade no mercado internacional é preciso que o preço dos tradeables seja reduzido. Todavia, sabemos que existe uma rigidez de salários e preços que são frutos de legislações e apelos da população para que os salários nominais não sejam reduzidos. Sendo assim, existe de fato, uma grande dificuldade para que país que possuem uma taxa de câmbio fixa enfrentem crises externas. Esse período onde os preços ficam em queda reflete um alto número de desempregados e uma recessão que pode durar vários trimestres.

### A Perda da figura do Banco Central como Fonte de Recursos de Última Instância

Outra perda relativa a adoção da completa dolarização da economia seria o fato de o Banco Central do país perder seu papel de prover liquidez ao sistema financeiro em caso de corrida bancária. Todavia, existem ainda duas formas na qual o sistema pode se apoiar em caso de crise no sistema bancário. A primeira delas seria um acordo com a comunidade internacional no qual através de um seguro, a comunidade proveria uma espécie de linha de crédito em caso de necessidade. Uma segunda alternativa seria uma agência nacional que recolhesse do próprio sistema bancário doméstico contribuições que seriam destinadas a um fundo de amparo no caso de crise.

Todavia, um sistema financeiro mais desenvolvido e que seja submetido a regulação e de adequada supervisão estaria menos sujeitos a serem atingidos por fortes crises e, portanto, de serem socorridos pelo banco central. Isso significa que se observarmos uma melhora no setor financeiro, que é o que se espera com a dolarização, esta perda associada ao banco central como prestador de última instância estaria atenuada.

### A Perda da Receita de Senhoriagem

A perda da receita de senhoriagem reduz a capacidade do governo de se financiar a custo zero. Em outras palavras, o governo perde sua capacidade de imprimir moeda e com isso de realizar pagamentos a um custo muito baixo. No entanto, os defensores da dolarização possuem duas qualificações a essa crítica. Primeiro que esta perda seria tão pequena que não justificaria o abandono da proposta e segundo que a receita de senhoriagem obtida pelo país o qual teve sua moeda adotada seja compartilhada com os países que a escolheram como sua forma de moeda também.

### **3.3 Requisitos**

No que se refere aos requisitos para implementação e funcionamento de uma dolarização a literatura aponta, em primeiro lugar, que devem ser respeitados os critérios para uma área econômica ótima:

- a) Economias devem ser pequenas;
- b) Os ciclos econômicos das duas economias devem estar de alguma forma correlacionados
- c) Ambas as economias devem estar sujeitas a choques simétricos
- d) Grande parte do comércio externo deve ser feita com o país cuja moeda foi utilizada como ancora.

Em segundo lugar, a redução da capacidade do banco central de prestador de última instância reforça a necessidade de fortalecer o sistema financeiro doméstico assim como as agências reguladoras. Em terceiro lugar, como se torna impossível amortecer choques externos via ajuste do câmbio, a flexibilidade de preços e salários assume papel fundamental. Sendo assim, cabe ressaltar a importância das reformas trabalhistas que atuem na direção de uma maior flexibilidade.

Os requisitos até aqui expostos servem também para regimes de câmbio fixo onde uma paridade é adotada. No entanto, no caso específico de uma dolarização ainda podemos dizer que existem outros fatores que devem ser levados em consideração. As autoridades teriam que ter recursos em moeda estrangeira suficientes para adquirir toda a moeda em circulação. Segundo que fragilidades fiscais e financeiras teriam que ser eliminadas pois ainda que a dolarização acabe com o risco da desvalorização, ainda restaria o risco-país que na presença dessas fragilidades comprometeria os ganhos trazidos pela dolarização via aumento dos juros. Terceiro, as autoridades teriam que estar preparadas para enfrentar um possível *boom* que se seguiria após a implementação do programa.

#### **4. Argentina e Brasil: Dois casos da década de 90 que utilizaram regimes de Ancora Cambial como ferramenta estabilizadora**

Brasil e Argentina foram dois países que sofreram desde a década de 80 até o início dos anos 90 com o problema da inflação. Sendo assim, diversos foram os programas de estabilização pelo qual passaram. Ambos utilizaram um programa que veio a dar resultados expressivos via utilização de uma âncora cambial. No entanto as diferenças entre os programas eram expressivas. Enquanto a Argentina atrelou-se a um câmbio fixo mantendo a paridade de uma dólar para um peso através de um *currency board* que durou mais de dez anos (sendo que os 3 últimos de maneira dramática) o Brasil usou uma âncora que era capaz de oscilar dentro de uma banda.

Cabe lembrar que para os dois casos a utilização de uma âncora cambial serviu como uma experiência temporária de controle sobre a inflação. Os problemas fundamentais das duas economias não foram resolvidos o que trouxe dificuldades para manutenção dos dois regimes. Isso fez com ambos os casos acabassem por mudar o regime cambial. No caso do Brasil, houve uma transição relativamente bem sucedida para o cambio flutuante enquanto que para o caso argentino não podemos dizer a mesma coisa, estando este país até hoje sofrendo com o abandono da paridade.

##### *4.1 - O caso Argentino*

A conversibilidade na Argentina nasceu como resposta a hiperinflação e ainda como consequência da crise pela qual o sistema financeiro do país sofria desde da década de 80. O país vinha há muito tempo sofrendo com a má administração da política monetária doméstica. Além disso, a economia se encontrava em recessão com altas taxas de desemprego.

A introdução da conversibilidade foi em abril de 1991 e teve como objetivo, além de acabar com a inflação, metas que iriam além da esfera monetária. O plano aspirava

reformas institucionais que trariam ordem e estabilidade para o sistema econômico como um todo. Além da questão econômica o programa ainda tinha uma componente política e social. Todos os contratos e toda a sociedade passariam a adotar tal sistema em sua vida cotidiana o que dali para frente mudaria suas vidas num caminho sem volta. Através da ligação da moeda local com o dólar, ou seja, através de uma âncora cambial, o país se livraria da inflação.

Para afirmar este acordo o Ministro da Fazenda argentino, Domingo Cavallo (1991-96 e 2001) estabeleceu através de lei que o Banco Central estaria sempre, a partir daquele momento, a comprar e a vender dólares a um peso por dólar. Um segundo ponto do programa era a obrigatoriedade de que toda emissão de moeda tivesse que ter um respaldo de 100% em relação as reservas internacionais. Dessa forma, o governo abria mão das correções cambiais como instrumento de política, além de não poder mais financiar o poder público com novas emissões monetárias. Outra medida tomada pelo governo foi a de acelerar as reformas que já haviam começado antes do programa de estabilização. Um amplo programa de privatizações foi feito juntamente com um processo de abertura e redução de tarifas de importação.

Antes do programa, durante a década de 80, a Argentina conviveu com grandes desequilíbrios fiscais que resultaram num cenário de hiperinflação. A moeda foi aos poucos perdendo suas funções de reserva de valor e unidade de conta. Somente com a conversibilidade que a o peso argentino voltou a possuir seu valor como podemos evidenciar pelo aumento dos depósitos bancários e dos empréstimos.

É claro que junto com o programa de cambio fixo, diversas teriam que ser as reformas pelas quais o país deveria passar. Primeiramente houve uma reestruturação da dívida externa (Plano Brady) seguido de uma reforma tributária (centrada na reformulação do IVA – imposto sobre valor adicionado). Ainda houve uma série de privatizações, reforma do sistema de seguridade social e desregulamentação do mercado financeiro. Além destas reformas o país ainda foi beneficiado por um grande aporte de recursos externos que impulsionaram e demanda agregada do país levando a um crescimento médio de 6,4% ao

ano no período que vai de 1991 a 1994, bem acima da média dos países latino americanos (4,3% no mesmo período).

O aumento da credibilidade adquirida pelo novo sistema monetário do país trouxe consigo a consolidação do sistema bancário. Houve um aumento considerável do número de bancos e de agências bancárias, ressaltando neste sentido as instituições estrangeiras que foram aos poucos aumentando sua participação neste mercado. Sendo assim, o sistema bancário argentino se encontrava bem estruturado e sólido. Todavia, esse crescimento do sistema bancário argentino veio acompanhado de um proporcional crescimento de uma dolarização dos ativos da economia. Para os bancos, empréstimos em indexados ao dólar eram obtidos a juros menores dos que os denominados em pesos o que aumentou ainda mais o processo de dolarização do sistema. Conforme esse nível de dolarização da economia se tornava maior, pior se tornavam as expectativas de tragédia caso algo acontecesse com o sistema de conversibilidade. Caso isso acontecesse, os devedores (de “dólares”) que se encontrassem no setor de nontradables iriam quebrar levando com eles todo o sistema bancário.

O plano reduziu a inflação e trouxe fluxos de capitais para o país. Este fluxo foi responsável, no início do programa, pelo aquecimento da demanda agregada, pela monetização da economia e pelo aumento do crédito.

– *O fim do programa de conversibilidade*

Desde o início de 2000 a economia da Argentina vinha sofrendo problemas em relação a estabilidade do programa de conversibilidade. A moeda estava sobrevalorizada, o país não conseguia crescer e a dívida sofria o risco de não ser paga. Cabe dizer que grande parte dos problemas ocorridos no país tiveram suas causas anunciadas por fatores externos que pioraram sensivelmente o quadro do país.

O compromisso com a taxa de câmbio fixa deixou o peso muito apreciado em relação a outras moedas principalmente após a desvalorização do Real em 1999. Um ano antes, a economia já experimentava uma recessão com desemprego aumentando. Isso aconteceu como consequência de uma interrupção dos fluxos de capitais para o país. Essa

reversão no fluxo de capitais aliada as dúvidas sobre as contas do governo refletiram num aumento do custo de capital para a Argentina.

A estratégia do governo para remediar esse problema era a volta do crescimento. Medidas fiscais com finalidade de melhorar as contas do governo foram novamente tomadas em 2000. Houve aumento dos impostos e tentativa de redução dos gastos de forma a fazer com que os investidores voltassem a investir no país. Além das medidas fiscais, o governo ainda tentou resolver indiretamente o problema da sobrevalorização do peso tornando o mercado de trabalho mais flexível. Todavia, como a confiança dos mercados não foi restaurada nem o crescimento voltou o país passou a ser sério candidato a não conseguir pagar suas obrigações. Em dezembro de 2000 o Fundo Monetário Internacional fechou um acordo com o país de 40 bilhões de dólares o que deu mais algum tempo para que o país enfrentasse seu problema.

O Ministro da Fazenda, Domingo Cavallo, através de poderes especiais fornecidos pelo congresso tentou através da taxaço sobre as importações e pelo subsídio as exportações resolver o problema da Conta Corrente. Reduziu, ainda, o nível de reservas compulsória que seria necessária para manter a conversibilidade e anunciou uma nova paridade para o peso.. Nessa nova versão, a moeda local estaria atrelada não só ao dólar mas também ao Euro.

Encontrando num cenário desfavorável, a manutenção da conversibilidade passou a ser posta em jogo a partir de abril de 2001. O governo ao invés de aceitar o problema da dívida e combater diretamente esse problema visto que o país não conseguia retomar o crescimento decidiu por temporariamente reter a liquidez do sistema financeiro. Sem muitas escolhas para o financiamento do déficit o governo teve que colocar aumentar o estoque de pesos da economia. Nesse processo o resultado das finanças públicas, do sistema bancário e da moeda se tornarão altamente correlacionados.

Como o país não conseguia crescer, enfrentava sérias dúvidas sobre a sustentabilidade da dívida pública e na manutenção da política de um peso por dólar, as pessoas começaram a demandar dólares em espécie. Isso levou a uma precipitada corrida

bancária no final de 2001 que levou a imposição de limites nos saques bancários, o *corralito*. Essa medida trouxe consigo a insatisfação da população que passou a manifestar sua insatisfação através de passeatas que pediam mudanças no sistema e de presidente. Ainda queriam que fosse suspenso os pagamentos referentes a dívida pública e o abandono do cambio fixo.

Já sem qualquer esperança de melhora no cenário econômico e com problemas em honrar suas dívidas somado ainda a um quadro de instabilidade social, a Argentina foi obrigada a abandonar a paridade entre o dólar e o peso. O peso foi desvalorizado e o cambio flutuante foi adotado fazendo com que a inflação em 2002 atingisse níveis da década de 80 novamente.

#### *4.2 – O caso brasileiro*

Desde o segundo choque do petróleo em 1979 e economia brasileira sofreu com dificuldades de ajuste a choques externos na década de 80 e de 90. Somando aos choques externos com uma fraca administração das finanças públicas, podemos verificar um forte aumento dos déficits fiscais e uma trajetória crescente de inflação. Isso por sua vez levou a uma piora na distribuição de renda do país com uma diminuição da renda per capita nos anos de 1981, 1982, 1983, 1988, 1990, 1991 e 1992. Sendo assim, após passar por diversos programas de estabilização sem sucesso, em 1994 o Plano Real foi implementado com o objetivo de reduzir a inflação e permitir o crescimento sustentado.

O desafio consistia em fazer um programa de estabilização monetária que desmontasse os mecanismos de indexação e impedisse sua rearticulação e ainda estivesse associado a um conjunto de reformas estruturais que permitisse atacar as causas fundamentais dos desajustes do Estado.

Para colocar fim no processo de indexação, o programa utilizou de 2 instrumentos. Primeiro porque utilizou um cronograma com etapas pré-anunciadas. Segundo porque utilizou um mecanismo de sincronização de preços e coordenação de expectativas que

permitia ajustes em bases voluntárias o que evitava a quebra de contratos. Para tal foi introduzida a Unidade Real de Valor que cumpriu um papel importante na coordenação de expectativas e no realinhamento de preços relativos.

Todavia, o êxito do programa de estabilização não estava apenas na transição coordenada da URV para o Real. Era necessária ainda uma ancoragem dos preços na nova moeda para assegurar que a taxa de inflação permanecesse baixa. A questão estava em garantir credibilidade à nova moeda sem enrijecer os instrumentos de política econômica de forma que eventuais ajustes externos fossem facilmente absorvidos. Essa ancoragem dos preços foi feita através de uma política cambial.

Com o novo programa houve uma grande entrada de recursos externos o que valorizou a moeda. Isso se deu principalmente por dois motivos: primeiro por causa do diferencial de juros que tornava o Brasil um lugar atrativo para a remuneração do capital e em segundo lugar devido a bem-sucedida renegociação da dívida externa brasileira. Ambos fatores traziam boas perspectivas para o sucesso do programa e fizeram com que houvesse uma apreciação da moeda local.

Essa valorização do Real aumentou a exposição de nossa economia a concorrência internacional o que inibia, de certa forma, os reajustes de preços principalmente dos *tradeables*. Essa estabilidade dos preços gerou ganhos reais aos trabalhadores. Houve ainda, uma recuperação do mecanismo de crédito que levou a um aumento na demanda com efeitos positivos em relação a diminuição da pobreza e numa melhora da distribuição de renda.

Uma consequência direta dessa apreciação cambial e do aumento na demanda doméstica foi uma reversão nos superávits em balança comercial. Esse déficit em Conta Corrente era financiado pelo crescente volume de financiamento externo o qual o país estava sujeito. Todavia, esses déficits em transações correntes abriam espaço para absorção de poupança externa que era importante para o investimento e modernização do país.

Cabe ressaltar um outro problema que se tornou evidente com a queda dos níveis de inflação, a questão das contas públicas. Mesmo com algumas medidas tomadas no período de implementação do programa houve uma deterioração do resultado primário do governo. Isso devido ao fim da corrosão inflacionária das despesas. Esse fato mostrou que o governo devia construir através de novas instituições e leis as condições necessárias para uma gestão eficiente dos recursos públicos. Nesse sentido, o governo colocou em seu programa um conjunto de reformas estruturais que abrangiam as suas contas, o sistema financeiro, a infra-estrutura do país e políticas de concorrência.

Tais reformas foram discutidas durante os 8 anos de governo Fernando Henrique porem poucos avanços nessas questões políticas foram alcançados. Paralelo e este problema, o Brasil sofreu três crises internacionais que somente pioraram esta situação. Em 1995 a crise do México, depois com a crise asiática em 97 e por último a crise da Rússia em 1998. Sem avanços significativos no que diz respeito aos ajustes estruturais que deveriam ser feitos nas contas do governo, no déficit elevado em conta corrente e com o nível de desconfiança elevado dos *players* internacionais nos mercados emergentes, passou a ser feita uma forte especulação contra o real.

Dentro deste cenário, em janeiro de 1999 o Banco Central abandonou o sistema de bandas depois de ter suas reservas diminuídas por mais da metade. Houve de imediato uma desvalorização da ordem de 30%, indo o cambio nominal de 1,21R/USD para 1,65R/USD e em poucos dias para 1,80R/USD.

Todavia, contrariando a expectativa de vários economistas a desvalorização não trouxe de volta a inflação esperada como resultado de tamanho choque. Houve um ajuste real do consumo a partir do momento que os consumidores abriram mão dos produtos importados e das viagens internacionais pelo produto nacional. Sendo assim, por mais que alguns preços tivessem subido, uma política de juros reais altos associada a um realinhamento das preferências dos consumidores locais fizeram com que a inflação não voltasse aos patamares existentes antes da adoção do Plano Real. Houve um pequeno *pass-through* para os preços dos produtos.

A partir daí, como já foi dito, o câmbio flutuante não substituiria a disciplina fiscal e por isso os ajustes e as reformas ainda precisariam ser feitos. Após a desvalorização, portanto, o banco central passou a adotar o regime de *inflation targeting* já sobre o gestão do novo presidente Armínio Fraga Neto. Dentro desse novo sistema, o principal objetivo da autoridade monetária seria manter a inflação sob controle (isso levando em consideração não só a oferta de crédito, oferta e demanda interna, mas também a própria taxa nominal de câmbio que tem influência sobre o preço dos produtos). Juntamente com essa política de controle sobre a inflação era preciso que o governo começasse a trabalhar pelo ajuste de suas contas. Nesse sentido ressalto a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal e todo o diagnóstico que foi deixado no que diz respeito as reformas previdenciária, fiscal e trabalhista que seriam os novos objetivos a serem alcançados pelo novo governo.

## **5. Um caso de opção pela dolarização: o Equador no ano de 2001**

Desde nove de janeiro de 2000 o Equador vem atravessando uma nova experiência através da dolarização. O país tomou esta medida como forma de conter os problemas e dentre eles o da inflação se destaca através da adoção de uma âncora cambial. Considera-se que, do ponto de vista político, possuir uma moeda nacional é um ato de soberania. No entanto, se internamente a economia é mal administrada e a população sofre com isso, qual seria a real vantagem de se ter uma moeda própria? Com uma moeda forte, a população poderia ter acesso a créditos com taxas de juros mais baixas e as perspectivas de estabilidade seriam maiores.

A escolha pela dolarização foi feita pelo Presidente Jamil Mahuad que terminou deposto. Em seu lugar, assumiu Gustavo Noboa que mantave o projeto mesmo com a reprovação da população. Tal medida extrema foi tomada após o Equador passar por um grande período de dificuldade na década de noventa. Durante esse período o país não obteve crescimento em sua renda per capita e ainda conviveu após o ano de 1998 uma grave crise econômica tendo como consequência uma aceleração na inflação e uma crise monetária que atingiu de forma séria o sistema bancário. A adoção pela dolarização serviu para estabilizar as expectativas e reativar a economia. Se no início do programa os organismos financeiros olharam com desconfiança, em dezembro de 2000 o país já tinha conseguido créditos da ordem de 2 bilhões de dólares para os três anos seguintes.

### **O Caminho para a dolarização**

Desde o início da década de 90 podemos identificar um processo de dolarização dos ativos equatorianos através do aumento na poupança e nos depósitos em moeda estrangeira. Começou-se a notar que a população vinha fazendo esses depósitos assim como contratos em moeda forte para que seus ganhos reais não ficassem comprometidos pela inflação.

Em 1990 praticamente todos os depósitos eram denominados em sucre (99,9%). No entanto, como podemos ver no gráfico abaixo, já em 1996, mais de vinte e três por cento

dos depósitos já eram dolarizados. Quando o anúncio foi feito pelo governo em janeiro de 2000, mais de 60% das aplicações eram denominadas em dólares. Em dezembro deste mesmo ano a troca de dólares pelos antigos sucres faziam com que 97,4% do total da economia já estivesse em dólar.

<b>Dolarização Informal</b>	
<b>Ano</b>	<b>Depósitos em dólar / Total dos Depósitos</b>
<b>1990</b>	0,01%
<b>1991</b>	0,03%
<b>1992</b>	2,09%
<b>1993</b>	5,70%
<b>1994</b>	9,20%
<b>1995</b>	19,20%
<b>1996</b>	23,80%
<b>1997</b>	33,30%
<b>1998</b>	39,30%
<b>1999</b>	55,10%
<b>jan/00</b>	58,50%
<b>fev/00</b>	61,00%



Fonte: Banco Central do Equador

Após esta primeira etapa em que os agentes por iniciativa própria já haviam começado um processo de dolarização veio o anúncio oficial do sistema de dolarização feito pelo governo em 9 de janeiro de 2000. Finalmente, uma terceira etapa para que o

processo fosse terminado precisa ser feita. Essa etapa consistia em trocar todos os sucres da economia por dólares o que acabou em dezembro de 2000.

A adoção do dólar como moeda nacional fez com que a política monetária deixasse de existir o que aumentou a importância da política fiscal na administração do país. Tal fato fez com que a sensibilidade dos gastos do governo em relação a inflação, por exemplo, fosse aumentada. Podemos ver assim, que nos anos de 2000 e 2001 o Equador adotou uma política expansionista o que pode ter atrasado a convergência dos níveis de inflação para o patamar do padrão norte-americano. Essa inflação acima do esperado pode colocar pressão sobre os produtos equatorianos visto que com isso eles perdem competitividade no mercado internacional.

Note que utilizando a fórmula que vimos no capítulo 1 podemos entender facilmente o que aconteceu com o câmbio real do Equador. Mesmo após a dolarização, houve um aumento do nível de preços maior que o esperado (ou maior do que o nível de preços internacional que no caso pode ser evidenciado pelos preços nos EUA). Note que se “P” cresce mais que “eP\*”, há uma apreciação real do câmbio, ou seja, os produtos internos ficam menos atrativos enquanto os produtos externos se tornam mais viáveis.

Lembrando:

$$E = \frac{e P^*}{P}$$

Assim, se há uma apreciação real do câmbio, existe uma necessidade ainda maior de no período seguinte se fazer um ajuste na política fiscal. Se essa situação permanecer por muito tempo os déficits (ou redução dos superávits) em balança comercial podem prejudicar o resultado do balanço de pagamentos. Não havendo credibilidade no financiamento desse déficit ou mesmo se houver uma crise internacional, ou um *sudden stop*, o país recorrente não terá como se financiar no curto prazo. Fica claro que a política fiscal nesse sentido vai ter um caráter anti-cíclico. Quando a economia começar a se aquecer de forma que seus preços aumentem mais que os preços internacionais cabe ao governo reduzir os gastos e o crédito para que o país não perca competitividade devido a seus maiores preços.

## A Lei de Responsabilidade Fiscal

Um dos maiores problemas que o Equador enfrenta é o tamanho de sua dívida pública. Nesse sentido apenas um ajuste tendo como principal ator a dolarização não seria suficiente para resolver os problemas do país. O ativo mais importante do país é o Petróleo e seu maior passivo é a dívida do setor público. Estimativas projetam que as reservas de petróleo do país podem estar exauridas entre os anos de 2022 e 2032 o que deixa o Equador com o espaço de mais ou menos duas décadas para resolver seus desequilíbrios internos.

A sociedade equatoriana de hoje consome mais do que poupa e para isso conta com o financiamento externo, principalmente recursos ligados ao petróleo. Sendo assim, desde agora os ajustes devem começar a serem feitos. Um importante passo nesse sentido foi a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal. A nova lei pretende reduzir o déficit, construir reservas e aumentar o estoque de capital da economia (investimento em produtividade). Em vez de consumir toda a receita que obtém com o petróleo, uma parte seria utilizado para reduzir o estoque da dívida e para aumentar a capacidade do setor produtivo que não está ligado diretamente ao petróleo.

Os elementos chaves da lei são:

- Teto para o crescimento dos gastos reais primários do governo central em 3,5% ao ano.
- Redução do déficit fiscal do setor não ligado ao petróleo de pelo menos 0,2% do PIB por ano.
- Com a construção de um novo oleoduto o país passará a exportar duas vezes mais do atualmente. Dos recursos obtidos com a construção deste novo oleoduto, 10% serão destinados ao bem estar social; 20% seriam destinados para a constituição de um fundo de emergência chamado FEIREP – desses recursos uma parte seria para amenizar eventuais quedas no preço internacional do petróleo e uma parte para redução do estoque da dívida pública; 70% seriam destinados

exclusivamente para redução da dívida com pagamentos de amortizações durante o período.

- Reduzir a relação Dívida/PIB para um máximo de 40%.

### Sistema Bancário

O Equador passou por uma grave crise bancária nos anos de 1998 e 1999. Dentre as medidas tomadas durante a crise houve confisco dos depósitos e diversos bancos foram obrigados a fechar. Toda essa experiência colaborou para que em janeiro de 2000 o país dolarizasse sua economia. Depois do programa o sistema bancário vem se recuperando lentamente como podemos observar via aumento dos depósitos.

O programa de dolarização não resolveu todos os problemas de solvência e credibilidade que uma economia que deseja crescer necessitam. Mesmo após a estabilização o sistema bancário continua fraco e precisando, mesmo após um pequeno crescimento, se tornar viável para que atenda aos critérios de uma economia que deseja alcançar um crescimento sustentável. Mesmo com os progressos obtidos, o sistema financeiro do país ainda continua vulnerável. Primeiro porque não há ajuste fiscal. Isso faz com que bancos que possuem papéis do governo em seu portfólio sejam diretamente prejudicados ou porque existe atraso no pagamento de juros ou porque um possível default pode ser decretado a qualquer momento (prejudicando não só os bancos mas a economia como um todo). Além disso, a manutenção do déficit aumenta o spread over treasury fazendo com que a capacidade de empréstimo dos bancos fique reduzida devido as altas taxas de juros cobradas. Em segundo lugar, a sistema esta vulnerável porque ainda existe uma crise de confiança associada ao congelamento dos depósitos de 1999. Isso faz com que os depósitos de curto prazo prevaleçam o que compromete as taxas de juros de curto prazo e dificulta o papel dos bancos de oferecer crédito produtivo de longo prazo. Em terceiro lugar, não existe a figura de um prestador de última instância, há uma falta de recursos disponíveis para atender a todo o sistema em caso de crise e não existe um seguro para os depósitos privados.

Para resolver tais problemas de vulnerabilidade o país vem tentando através de instrumentos alternativos resolver cada um desses pontos. Quando o Banco Central ficou proibido de emprestar aos bancos, dois mecanismos de liquidez para os bancos foram criados. Um fundo de liquidez e um sistema de liquidação.

Sendo assim, podemos identificar que um item necessário para restauração da confiança no sistema bancário seria um aprimoramento da política fiscal. Aliado a essa melhora, a redução da dívida em si reduziria os spreads e as taxas de empréstimos devido a redução dos riscos. Talvez um programa de privatização de parte do sistema bancário que é controlada pelo governo fosse desejável para se contornar essa questão. O papel do Banco Central do Equador e do fundo de liquidez devem ser discutidos com seriedade que a estabilidade do sistema financeiro não seja afetada por problemas de ordem política o que traria credibilidade de volta para o sistema.

### O Regime Comercial

O Equador ainda tem muito que fazer no que diz respeito às barreiras de comércio. Suas principais armas, já que não conta com os ajustes de um cambio flexível para absorver eventuais choques externos, são os instrumentos fiscais e de comércio. Com isso, o país criou um complexo regime de tarifas com um elevado grau de proteção. Para que através da dolarização o país consiga obter equilíbrio na sua balança de pagamentos (que hoje em dia é deficitária como podemos ver no balanço de pagamentos abaixo) as autoridades devem caminhar no sentido de reduzir as barreiras tarifárias e não tarifárias e aumentar a competitividade do setor (principalmente daquele não ligado ao petróleo) para que consiga obter ganhos de comércio.

Sendo assim, o país deveria também colocar em sua pauta de reformas questões que melhorem suas contas internacionais. Com a redução das importações (podemos identificar aqui como canal de transmissão a redução dos gastos públicos e aumento da poupança – Lei de Responsabilidade Fiscal) e crescimento da produtividade dos exportadores, aliado a uma política de redução da dívida soberana o balanço de pagamento sofrerá uma melhora.

<b>BALANÇO DE PAGAMENTOS</b>					
	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
<b>1. Balança Comercial</b>	<b>-995</b>	<b>1666</b>	<b>1458</b>	<b>-303</b>	<b>-974</b>
Exportação (FOB)	4203	4452	4927	4678	4954
Petróleo	923	1480	2443	1900	2033
Outros	3280	2972	2484	2778	2921
Importação (FOB)	-5198	-2786	-3469	-4981	-5928
<b>2. Serviços</b>	<b>-1950</b>	<b>-1811</b>	<b>-1814</b>	<b>-1867</b>	<b>-1830</b>
Crédito	890	861	1030	1048	1142
Débito	-2840	-2672	-2844	-2915	-2972
<b>3. Transferências</b>	<b>776</b>	<b>1101</b>	<b>1360</b>	<b>1660</b>	<b>1590</b>
<b>Conta Corrente (=1+2+3)</b>	<b>-2169</b>	<b>956</b>	<b>1004</b>	<b>-510</b>	<b>-1214</b>
<b>4. Investimento Direto</b>	831	636	720	1330	1216
<b>5. Empréstimos Oficiais</b>	1091	788	1312	895	506
<b>6. Amortização</b>	-660	-578	-772	-918	-815
<b>7. Outros</b>	139	-2647	-2060	-958	74
<b>Conta de Capital (=4+5+6+7)</b>	<b>1401</b>	<b>-1801</b>	<b>-800</b>	<b>349</b>	<b>981</b>
<b>Resultado Balanço de Pagamentos</b>	<b>-768</b>	<b>-845</b>	<b>204</b>	<b>-161</b>	<b>-233</b>
<b>Financiamento</b>	<b>768</b>	<b>846</b>	<b>-203</b>	<b>160</b>	<b>234</b>
Ativos Líquidos do Bando Central	395	423	-157	152	177
Atrasados	174	331	-861	-9	-16
Remarcação da data de pagto.	199	92	815	95	73
Outros	0	0	0	-78	0

## Setor Social

Por último um elemento que deve ser repensado dentro do quadro de reformas é o do Setor Social. Mais do que uma simples reforma monetária é preciso que uma reforma estrutural seja feita dentro do país. É claro que os primeiros problemas vinculados a inflação foram num primeiro instante atenuados e a estabilidade hoje em dia é uma realidade (o país saiu de uma inflação de 60% em 2000 para um número próximo de 23% em 2001 e 16% em 2002). No entanto, a sociedade precisa de educação, saúde e bem-estar social. Tais critérios não podem ser deixados de lado.

## Resultados da Dolarização

A dolarização, primeiramente, assegura para os agentes que a política econômica do governo não mais fará uso irresponsável de sua moeda para fortalecer a demanda ou

mesmo recorrer a desvalorizações como ferramenta de ganho de competitividade. A dolarização do Equador transformou a sua economia numa economia real.

Esta nova estabilidade foi adquirida através da adoção do novo sistema e da nova moeda. Ela estabeleceu uma base para o crescimento sustentável do país e gerou subsídios para que os reais problemas do país ficassem expostos de forma clara para a sociedade. Com a adoção do dólar o país obteve ganhos de credibilidade que fizeram com que a economia que se encontrava estagnada voltasse a crescer. Houve uma melhora na arrecadação do país e houve um crescimento de 5,4% em 2001 (o maior da América Latina).

Além dos ganhos com aumento da receita do governo, houve ainda um ganho de confiança no sistema financeiro que trouxe de volta os depósitos e os empréstimos privados para a economia. Mesmo que num primeiro momento esses números venham mostrando um crescimento modesto, com o passar do tempo, com as reformas e com o aumento gradual de confiança do mercado (nacional e internacional), o cenário tende a ser melhor a cada dia.

A redução dos níveis de inflação trouxeram impacto positivo e talvez este tenha sido o maior e mais imediato ganho obtido pela sociedade, principalmente para aqueles de baixa renda que durante o período de inflação perdiam poder de compra com o passar do tempo. Com a dolarização é de se esperar que com o tempo o nível de inflação seja próximo (convirja) para o nível de inflação observado nos EUA. Houve um ganho real do poder de compra dos equatorianos com a adoção do novo regime.

Houve ainda um aumento no preço internacional dos Global Bonds do país e, portanto, uma conseqüente redução do risco-país. Tal fato deu margem para que as taxas de juros internas pudessem ser reduzidas o que ampliou as oportunidades de crédito dentro da economia. O programa de estabilização e reformas trouxe de volta os fluxos de investimento dentro do país e geraram condições de financiamento. A nova economia equatoriana ao utilizar uma moeda forte pode de maneira mais clara observar os reais problemas que afetam suas contas e a sociedade como um todo.

Assim, fica claro que mais importante que a adoção do dólar é muito importante para o Equador que as reformas sejam feitas para que o cenário que hoje é favorável não se deteriore com o tempo. A dolarização deve ser vista para o país como um primeiro passo em direção ao ajuste da economia. Um passo importante que serviu para iluminar o caminho e deixar claro quais são os problemas a serem combatidos. Dessa forma, cabe ressaltar mais uma vez a importância da reforma fiscal, do sistema bancário e das leis que dizem respeito ao comércio com outros países e das leis sociais.

## 6. Conclusão

Constantemente a discussão entre qual seria o melhor regime cambial a ser adotado por um país é colocada em pauta. Diversos são aqueles que defendem o regime de câmbio fixo dizendo que o ganho em relação a credibilidade é muito superior aos ganhos que a condução de política monetária traria ao país visto que seu principal problema é a falta de confiança. Existe ainda um segundo grupo que defende a flexibilidade do cambio alertando sobre os males que a rigidez do cambio nominal pode trazer para uma economia que se encontra em recessão e com dificuldades de ajuste.

Como aqui mostramos, diversos são os ganhos e as perdas que podemos considerar para cada tipo de regime. No entanto, mais importante do que defender um tipo ou outro de política cambial acredito que devemos analisar caso a caso as particularidades do país estudo para que daí possamos tirar conclusões válidas. Sendo assim, a discussão deixa de estar situada sobre qual seria o melhor tipo de regime e sim sobre o grau de solidez de instituições fundamentais para o crescimento de uma economia como estabilidade fiscal, um sistema financeiro sólido e desenvolvido e uma estabilidade monetária. Devíamos então prestar menos atenção na questão que tenta justificar a superioridade de um regime em relação ao outro e perdermos mais tempo com a resolução de problemas estruturais que apenas virão com a criação de instituições e leis confiáveis. Através desta discussão a escolha do regime será consequência das características de cada país e a que tipo de choques este pretende se proteger.

Geralmente, os países emergentes encontram as mesmas dificuldades. Dentre elas podemos citar desequilíbrios fiscais, instituições financeiras e monetárias fracas ou que não tem credibilidade no mercado. Esse tipo de economia ainda esta usualmente vinculada a constante substituição da sua moeda e por alguma forma de dolarização informal que a torna mais vulnerável a choques externos.

Quando um país possui um desequilíbrio fiscal com instituições financeiras e monetárias frágeis e sem credibilidade este se torna alvo de inflação e crise.

Irresponsabilidade fiscal coloca pressão sobre as autoridades monetárias para que o déficit seja monetizado gerando inflação e pressão sobre o câmbio.

Da mesma forma, se não há regulação ou supervisão do sistema financeiro a autoridade monetária não tem como controlar a inflação via aumento das taxas de juros. Com instituições financeiras fracas onde existe pouco comprometimento com a estabilidade dos preços significa que as autoridades monetárias não terão a ajuda ou as ferramentas necessárias para manter a inflação sob controle.

Nenhum regime de câmbio é capaz de proteger integralmente a economia de alguma turbulência. Todavia, a escolha do regime pode e deve ser adequada com as necessidades, com as instituições e com a história de cada país. Assim, a discussão entre câmbio fixo e flutuante deve ser sempre contextualizada segundo as características institucionais do país. A principal discussão que deve ser posta em pauta diz respeito ao desenvolvimento de uma política fiscal equilibrada, de um sistema bancário e financeiro saudável e de instituições monetárias críveis (através do cumprimento sistemático de leis e metas que gerem confiança nos agentes).

Devemos colocar nosso foco em reformas institucionais como o aprimoramento do setor que regula os bancos e o sistema financeiro como um todo. Devemos ter certeza que o ajuste das contas do governo está sendo feito e depois de atingido se está sendo constantemente administrado com responsabilidade. Deve-se ainda observar se existe o fortalecimento da autoridade monetária. A existência de um consenso sobre sua credibilidade e de fundamental importância para formação de expectativas.

Um foco, portanto, na questão sobre o qual seria o melhor regime de câmbio a ser adotado por um país não esgota o tema aqui discutido. Poderíamos ajudar os países emergentes a lidarem melhor com as crises que estão por vir se avaliarmos suas necessidades e levarmos em consideração suas leis e instituições para que a partir daí possamos identificar quais são seus reais problemas. Só assim conseguiremos fazer uma boa escolha sobre qual tipo de regime deve ser utilizado nesta economia..

## 7. Bibliografia:

CALVO, Guilherme A. , MISHKIN, Frederic S. – “ The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries”

COTRIM, Lúcia G. Bastos – “A Origem do Plano Real” 2001.1

DE LA TORRE, Augusto, YEYATI, Eduardo Levy e SCHMUKLER, Sergio L. – “ Living and Dying with Hard Pegs: The Rise and Fall os Argentina’s Currency Board”

EMANUEL, Carlos J. – “Dollarization in Ecuador: a definite step toward a real economy”  
– Feb 2002

FRIEDEN, Jeffrey A. – “ The Political Economy of Dollarization: Domestic and International Factors”

GRUBEN, William C., WYNNE, Mark A., ZARAZAGA, Carlos E. J. M. – “  
Implementation Guidelines for Dollarization and Monetary Unions

HOR-MEYLL, Fernando A. – “Planos de Estabilização: A experiência de alguns países, o comportamento da balança comercial durante eles e suas semelhanças e implicações para o Plano real” 1997.1

IMF Country Report No. 03/91 – April 2003 – “ Ecuador: Selected Issues and Statistical Appendix”

J. ENANUEL, Carlos – “Dolarization in Ecuador: a definite step toward a real economy”  
Fevereiro 2002

PANIZZA, Ugo , STEIN, Ernesto e TALVI, Ernesto – “Measuring Costs and Benefits of Dollarization: An Application to Central American and Caribbean Countries”

PARIZ NETO, Elias F. – “Desdolarização e Desvalorização: um estudo do caso argentino num paralelo com os EUA da década de 30” – Março 2002 – PUC-Rio (PET)

PAVAN M., Sérgio e VASCONCELOS, Marcos Roberto – “Algumas Considerações sobre a Escolha de Regimes Cambiais na América Latina” Universidade Estadual de Maringá

RODRIGUES, Márcio – “Âncora Cambial como Instrumento de Política de Estabilização

YEYATI, Eduardo Levy e STURZENEGGER, Federico, “Dollarization: A Primer”