

Substituição de moedas em países com inflação alta

GUILLERMO A. CALVO E CARLOS A. VÉGH

A substituição de moedas — utilização de várias moedas como meio de troca, em um mesmo país — gera questões importantes e não raro controversas no tocante a políticas: deve-se estimular ou desestimular tal substituição? Que efeito tem a substituição na escolha de uma “âncora” nominal? E que impacto tem no nível e na variabilidade do imposto da inflação? Infelizmente, há poucas respostas claras a essas perguntas.

Poucas moedas nacionais sobrevivem à força destrutiva da inflação alta. Como uma doença deformante que afeta todas as partes do organismo, a inflação alta cria sérios empecilhos para que as moedas cumpram suas funções básicas de reserva de valor, unidade contábil e meio de troca. As moedas cujo valor declina com o tempo, não raro de maneira imprevisível, na verdade não se prestam a ser *reserva de valor*. Quando o número de dígitos dos preços nominais não cessa de crescer, a utilização da moeda como *unidade contábil* torna-se inconveniente e pouco significativa. Os vendedores relutam em aceitar como *meio de troca* moedas de valor incerto.

Os organismos são únicos e não podem ser substituídos; para as moedas enfraquecidas, ao contrário, é fácil encontrar substitutos. Certas moedas, como o dólar norte-americano, são aceitas no mundo inteiro e conhecidas por conseguirem manter, ao longo do tempo, um poder de compra relativamente estável. Não surpreende, portanto, que o público procure moedas estrangeiras,

quando quer moedas fortes. A substituição de moedas — ou seja, a utilização de moedas estrangeiras como meio de troca — é muito comum em países com inflação alta. Em muitos países latino-americanos, o dólar norte-americano é usadíssimo em transações, principalmente as que envolvem somas elevadas. Explica-se assim que se empregue o termo “dolarização” em referência à substituição de moedas na América Latina. Por outro lado, o termo é também muito empregado com referência à utilização de uma moeda estrangeira como unidade contábil e reserva de valor.

Infelizmente, é difícil quantificar a substituição de moedas, pois não costuma haver dados sobre a circulação de divisas na economia. Existem apenas estimativas incompletas, reconhecidamente grosseiras. No Uruguai, por exemplo, com base em relatórios sobre roubos, arquivados na polícia, é de se crer que seja superior a 3 o coeficiente dólar/moeda nacional. Estudo recente acerca da Bolívia estima que chegou a 0,8, em 1985, o coeficiente dólares em circulação/M2. Contudo, uma vez que não se dispõe de dados, costuma-se usar como parâmetro para a substituição de moedas a participação de depósitos em divisas nos ativos financeiros totais (calculados como M2 em moeda nacional, mais depósitos em divisas). Nos anos 80, essa participação foi superior a 50% na Bolívia, no Peru e no Uruguai, e continua muito elevada, conforme documentam numerosos estudos. Em 1990, por exemplo, essa participação foi de quase 60% na Bolívia; no Uruguai, em 1991, foi de 83%.

A substituição de moedas não constitui fenômeno novo: após as duas guerras mundiais, circularam grandes quantias de divisas na maioria das economias que registravam hiperinflação. Em outubro de 1923, calculava-se que o valor real das divisas em circulação na Alemanha era no mínimo equivalente, ou talvez muito superior ao da moeda nacional. Durante a maior parte desses períodos inflacionários, os governos tentaram impor controles às moedas estrangeiras, para evitar a evasão da moeda nacional; mesmo assim, o público conseguia escapar aos controles e utilizava divisas para atender à maioria de suas necessidades.

A substituição de moedas dá margem a questões importantes, não raro controversas, no tocante a políticas.

• A substituição de moedas deve ser estimulada ou desestimulada? Segundo uma linha de argumentação, se as taxas de juros para a moeda nacional forem mais altas, os cidadãos irão deter moeda nacional; outra linha, porém, sustenta que a única saída legal possível é a adoção plena da moeda estrangeira (como ocorre no Panamá).

• A presença de moeda estrangeira implica ou não a existência de um componente impossível de controlar na oferta monetária pertinente — composta pelo valor nacional da moeda estrangeira que circula na economia? E, em caso afirmativo, as autoridades terão mais dificuldade para baixar a inflação, uma vez que fica mais difícil estabelecer uma âncora nominal? É pois fundamental, na luta contra a inflação, entender que efeito tem a substituição de moedas na opção por uma âncora nominal.

• Considerando-se que a substituição de moedas nasce da necessidade de recorrer à inflação para financiar déficits orçamentários crônicos, de que forma tal substituição afeta a capacidade do governo para obter mais receitas, mediante a emissão de dinheiro?

O presente artigo analisa essas importantes questões e examina as principais opções de políticas.

A substituição de moedas deve ser desestimulada?

Os governos que dependem muito dos recursos provenientes de emissão de dinheiro acham, de modo geral, que deve ser desestimulada a política de substituição de moedas. Essa política, sendo bem-sucedida, aumenta a demanda de moeda nacional, atenuando assim as consequências inflacionárias de um determinado déficit orçamentário.

Alguns países latino-americanos — principalmente o Brasil — costumam desestimular o uso de moedas estrangeiras pagando taxas de juros atraentes sobre depósitos em conta corrente. Trata-se de um método pouco eficaz para desestimular o uso de moedas estrangeiras, porque significa pagar juros sobre a moeda nacional. Haverá provavelmente uma demanda maior dessa moeda; mas se não forem logo resolvidos os problemas fundamentais responsáveis pela inflação elevada, esse método simplesmente adia a “hora da verdade”

e contribui para aumentar a eventual explosão inflacionária.

Pode-se tornar obrigatória a conversão em moeda nacional do montante de depósitos em divisas do sistema financeiro interno. Essa é uma medida extrema, que foi adotada na Bolívia (1982), no México (1982) e no Peru (1985). Não raro, tal desvalorização forçada teve efeitos opostos aos que as autoridades esperavam. As autoridades bolivianas, por exemplo, esperavam com essa medida reduzir a demanda de dólares e ampliar a base tributária para o imposto da inflação. Na verdade, porém, a medida parece ter estimulado a evasão de capitais e induzido à clandestinidade a economia "dolarizada". O plano de estabilização implantado em 1985 pôs fim ao programa oficial de desdolarização.

Apesar do saldo negativo das medidas de desestímulo à demanda de divisas, não chega a ser óbvia a argumentação no sentido de *estimular* essa demanda. Para tanto, haveria um modo radical: o país abandonaria sua própria moeda e adotaria a moeda estrangeira (dolarização *plena*). Tal solução costuma ser proposta depois de vários programas de estabilização terem fracassado. Retirando-se do banco central o poder de criar base monetária, espera-se deter a inflação na fonte. Em princípio, uma economia plenamente dolarizada herdaria o índice inflacionário da moeda estrangeira que passasse a ser adotada. Esse sistema mereceria mais credibilidade que taxas de juros fixas, porque implica mais alto grau de compromisso com a estabilidade monetária.

Argumentou-se também que a dolarização plena disciplinaria melhor o governo do país. Isso significa, presume-se, que um governo impossibilitado de recorrer ao financiamento inflacionário se veria obrigado a "pôr ordem em casa", ao invés de buscar outras fontes de financiamento (como por exemplo a dívida interna). Esse argumento tem talvez certa validade — evitar a tentação é o primeiro passo para a abstinência. Contudo, tendemos a crer que as políticas seguem a disciplina. Ou seja, o regime cambial não garante que um governo mantenha as políticas fiscais necessárias à sustentação desse regime, como atestam inúmeras crises de balanço de pagamentos. Fatos recentes ocorridos no Sistema Monetário Europeu corroboram sem dúvida essa opinião. A dolarização plena é passível de várias críticas. Em primeiro lugar, jamais se pode garantir que um determinado sistema não seja futuramente abandonado. O sistema monetário da Libéria, baseado no dólar, foi o mesmo do Panamá até meados dos anos 80, quando levantes políticos e grandes déficits orçamentários levaram ao abandono *de facto* do sistema. Choques externos vultosos também podem levar os governos a voltarem atrás em seus compromissos, e novamente se valerem da taxa cambial como instrumento de políticas. Seria portanto ingênuo esperar que a plena dolarização levasse rapidamente os preços e as taxas de

juros de um país a equipararem-se aos do resto do mundo; os problemas de credibilidade não costumam desaparecer imediatamente.

Contra a dolarização plena, apresenta-se um argumento tradicional: o de que o governo abre mão das receitas do imposto da inflação. Em muitos países, o aumento real da base monetária constitui 20% das receitas totais. Pelo prisma das finanças públicas, a substituição das receitas da inflação por impostos convencionais poderia até mesmo prejudicar o bem-estar, caso o recurso ao imposto da inflação se tornasse ótimo em virtude de um sistema tributário ineficiente. Mas como os governos podem ser tentados a abandonar as políticas anunciadas, a fim de garantir ganhos a curto prazo (como por exemplo aumento da atividade econômica), talvez acabem agindo de maneira ótima. Logo, pode haver de fato mais bem-estar se os governos se virem de "mãos atadas" por causa da dolarização plena.

A dolarização plena está sujeita a uma crítica talvez mais séria: a de que o sistema terá de operar sem ter um "credor em última instância" — a menos que haja integração plena dos bancos nacionais com o banco federal, ou seja, o banco central que emite a moeda estrangeira. Os otimistas dirão talvez que nada poderia ser melhor, pois a inexistência de um credor em última instância imporá disciplina mais rígida ao sistema bancário interno. O mais provável, porém, é que tão logo o sistema financeiro interno ameace entrar em colapso, as regras sejam relaxadas e o sistema bancário se veja livre de apuros, o que poderia levar ao abandono, pelo menos temporário, da dolarização plena.

Na falta dessa dolarização, o estímulo à utilização de divisas tem como obstáculo maior o fato de que agravaria o impacto inflacionário de um determinado déficit fiscal, porque reduziria a base do imposto da inflação (determinado pelo montante de saldos monetários internos reais). Além disso, se o estímulo ao uso de divisas permitir às pessoas físicas manter

contas bancárias em "dólar", talvez se manifeste a mesma vulnerabilidade financeira a que nos referimos em relação à dolarização plena.

Resumindo, não parece haver argumentos gerais muito fortes, quer a favor, quer contra o estímulo ao uso de moedas estrangeiras. Logo, a não ser em circunstâncias específicas, é provável que as autoridades não imponham medidas que influenciem artificialmente esse uso. Seria bom, sem dúvida, que a moeda nacional fosse mais utilizada, refletindo maior confiança nas políticas do governo. Mas nesse caso a utilização maior da moeda nacional seria *consequência* de boas políticas, e não indício de que o estímulo ao uso da moeda nacional é, em si e por si, uma boa política.

A escolha da âncora nominal

Como a substituição de moedas deriva da inflação alta, acabar com a inflação é condição necessária para que a moeda nacional volte a ser usada. Nas economias abertas, os planos de estabilização inflacionária baseiam-se quer no controle da taxa cambial (estabilização com base na taxa cambial), quer no controle da oferta monetária (estabilização com base no dinheiro), permitindo assim que a taxa de câmbio flutue. Cabe então perguntar que efeitos exerce a substituição de moedas sobre a escolha da âncora nominal.



Quanto a essa questão, parece haver o seguinte consenso: estando em circulação haveres substanciais em divisas, a âncora nominal mais eficaz são taxas cambiais fixas. E isso porque, numa primeira abordagem, o conceito adequado de dinheiro inclui haveres em divisas. Logo, se a taxa cambial puder oscilar, as autoridades monetárias não conseguirão controlar a oferta de dinheiro (inclusive divisas) em termos de moeda nacional. É de se esperar que, se os preços internos dobrarem, a moeda do país se desvalorizará, ajustando a oferta monetária nominal à maior demanda monetária nominal provocada pela duplicação dos preços. Tal argumentação só será absolutamente correta no caso de ambas as moedas serem substitutos perfeitos. Isso aconteceria se não houvesse barreiras legais ao uso e ao livre intercâmbio das duas moedas e ambas fossem reconhecidas por todos, plena e equitativamente, como meios de pagamento. Assim, sendo fixa a taxa cambial entre as duas moedas, ambas apresentam os mesmos riscos e se tornam substitutos perfeitos. Nesse caso extremo, o sistema não tem âncora nominal.

Para esclarecer a questão central, apresentamos um exemplo. Suponhamos que o governo dos EUA apague o número "10" das notas de US\$10, e deixe que o valor dessas notas (ou seja, sua taxa cambial) com relação às demais notas de dólar seja determinado pelo mercado. Basta pensar um pouco para perceber que, a uma dada taxa cambial, fica determinada uma oferta monetária total que por sua vez faz baixar o nível dos preços. No caso, porém, de essa taxa cambial dobrar, o nível de preços voltará a subir, chegando a um novo equilíbrio. Logo, se a taxa cambial não for fixa, não há determinação alguma para o nível de preços; ou seja, o sistema fica desprovido de uma âncora nominal.

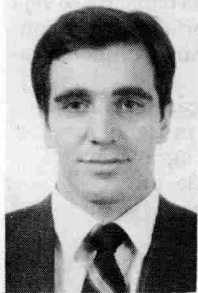
Na prática, evidentemente, a moeda estrangeira não é substituto perfeito para a moeda nacional. Se fosse, bastaria a inflação interna elevar-se um pouco mais que a inflação externa para que imediatamente a moeda nacional fosse substituída pela moeda estrangeira — fato que nunca ocorreu. Mas a hipótese de substituição perfeita não deixa de ser útil, porque mostra com clareza o quanto a oferta monetária é frágil para servir de âncora nominal em situações de extrema substituição de moedas. Além disso, a substituição perfeita seria talvez uma realidade razoável a médio prazo, depois de já ter passado tempo suficiente para o sistema financeiro e a tecnologia transacional se adaptarem ao uso de divisas. Sendo assim, e a taxas cambiais flutuantes, o processo evoluiria gradualmente e com o tempo geraria uma situação de grande instabilidade, quando o sistema perdesse sua âncora nominal.

Sendo *imperfeita* a substituição de moedas, o sistema não deixa de ter uma âncora nominal, a taxas cambiais flutuantes, porque uma dada oferta monetária interna de-

termina um nível único de preços. De qualquer forma, a função da substituição de moedas é fundamental para a estabilização com base no dinheiro. Sendo menor a expectativa de inflação, a redução do índice de crescimento da oferta monetária faz cair as taxas de juros nominais internas, levando os cidadãos a preferirem a moeda do país às moedas estrangeiras. A propensão do público a vender divisas fará a moeda nacional valorizar-se. E se o público tentar aumentar os saldos monetários reais internos, haverá recessão. Isso porque enquanto houver rigidez nos preços e salários internos, a oferta monetária real interna não pode aumentar, e portanto a produção precisa cair para equilibrar o mercado financeiro. Quanto maior for a elasticidade de substituição entre a moeda nacional e a estrangeira,



Guillermo A. Calvo,
da Argentina, é
consultor sênior do
Departamento de
Pesquisa do FMI. É
PhD pela
Universidade de Yale.



Carlos A. Végh,
do Uruguai, é
economista do
Departamento de
Pesquisa do FMI. É
PhD pela
Universidade de
Chicago.

mais a moeda nacional se valorizará e mais profunda será a recessão.

No caso de estabilização com base na taxa cambial, a oferta monetária interna ajusta-se instantaneamente (supondo-se, é claro, uma grande mobilidade de capital). Evita-se assim a recessão resultante da estabilização com base no dinheiro. Conseqüentemente, a inflação teria queda imediata, sem custos reais, mediante uma estabilização que merecesse plena credibilidade (ou seja, caso o público esperasse ver mantido indefinidamente um índice mais baixo de desvalorização). Se não houver credibilidade, a substituição de moedas não altera o ciclo de recessão explosiva previsto em alguns modelos teóricos e observado em alguns países onde a inflação é crônica.

Em suma, graus elevados de substituição de moedas parecem dar grande força ao argumento em favor de taxas cambiais fixas, sobretudo se a inflação se desacelerar logo, o que dá muito mais credibilidade ao programa de estabilização. É mais provável que isso aconteça se as taxas cambiais forem prefixadas, uma vez que essas taxas funcionam como "âncora" para o preço dos produtos comercializados.

Mesmo que se consiga baixar a inflação, os indícios fornecidos por países latino-americanos (como Bolívia, México, Peru e Uruguai) são no sentido de que talvez a demanda de moeda nacional não volte aos mesmos níveis anteriores à estabilização. Os processos de dolarização parecem irreversíveis, uma vez que os coeficientes de dolarização não caem, mesmo que a inflação tenha baixado. Sendo igual o nível inflacionário, o público detém menos moeda nacional do que antes.

O mais provável é haver relação entre a irreversibilidade do processo de substituição de moeda e a adaptação financeira. A inflação alta exige o desenvolvimento gradativo de novas instituições e instrumentos financeiros (sendo os depósitos em divisas uma das manifestações desse processo), que fazem a demanda de moeda nacional cair em função de um *determinado* nível de taxas de juros nominais internas. A criação de novos produtos financeiros custa caro e requer um processo de aprendizado. Uma vez feito tal "investimento", o público não deixará de usar esses novos instrumentos financeiros, mesmo que a inflação caia. Explicou-se do mesmo modo o declínio secular da demanda monetária nos EUA. Como existem caixas automáticas praticamente em todas as esquinas, não se esperaria, é claro, que uma queda no custo de oportunidade de manter um determinado nível monetário levasse a demanda de dinheiro aos níveis anteriores à instalação de caixas automáticas. Logo, se tais considerações estiverem corretas à luz da "histerese" ligada à substituição da moeda, pouco as autoridades podem ou devem fazer para reduzir a posse de haveres em divisas.

Financiamento inflacionário

Não surpreende que seja tão comum, nos países em desenvolvimento, o imposto da inflação. Ao contrário dos impostos convencionais, o imposto da inflação é arrecadado gratuitamente, facilmente instituído e atinge com mais força os grupos de baixa renda politicamente desprotegidos. Logo, constitui um bom meio de financiar a despesa pública, considerando-se os sistemas ineficientes e onerosos de administração tributária. No entanto, para os políticos sedentos de receita, a presença de moeda estrangeira infelizmente constitui um modo barato e eficiente de evasão fiscal nos saldos monetários internos. Assim, quando o imposto da inflação se torna a principal fonte de receita — e o melhor exemplo disso são as hiperinflações registradas na Europa

após a I Guerra Mundial —, os governos chegam ao extremo de proibir o uso de moedas estrangeiras, numa tentativa deseperada de salvar a última fonte de receita. No período de hiperinflação na Áustria, por exemplo, o governo impôs amplos controles cambiais para elevar o montante de moeda nacional em poder dos cidadãos. No entanto, eram tão fortes os incentivos à evasão da moeda nacional, que nem mesmo esses controles puderam evitá-la.

A possibilidade de transição da moeda nacional para a estrangeira significa que é preciso um índice mais alto de inflação para financiar um determinado déficit orçamentário. Isso porque a disponibilidade de divisas reduz a demanda da moeda nacional, em um determinado nível de inflação. O estoque de moeda nacional constitui a base impositiva para o imposto da inflação; assim, só será possível arrecadar o mesmo montante de receitas se o índice inflacionário for mais alto. Além disso, quanto menor é a diferença de valor entre a moeda nacional e a moeda estrangeira que a substitui, mais elevado será o índice inflacionário, porque se a inflação acusa determinado aumento, a demanda de moeda nacional cairá ainda mais. A rapidez no ajuste das cartei-

ras monetárias do público e o grau de substituição das duas moedas provavelmente farão o índice inflacionário elevar-se ainda mais. Portanto, é bem possível que a substituição de moedas leve a inflação a explodir. Além desse efeito, verificado em determinado nível orçamentário, a substituição de moedas pode induzir a uma oscilação inflacionária maior. Qualquer alteração exógena na demanda monetária real, que resulte, por exemplo, de maior ou menor disponibilidade de divisas ou de mudanças nos modelos de transações, pode causar picos ou explosões inflacionárias inesperadas.

Resumo

Evidentemente, a um determinado déficit orçamentário, a substituição de moedas pode induzir ao aumento da inflação, ou a maiores oscilações inflacionárias; isso não significa que a substituição de moedas "cause" inflação. Não é assim que o fato deve ser entendido. Bem ao contrário, geralmente a substituição de moedas é a reação natural dos titulares de dinheiro excessivamente onerados com impostos. Deve-se entender que a disponibilidade imediata de moedas fortes torna menos atraente o

imposto da inflação. As medidas destinadas a evitar a utilização de divisas têm êxito no máximo temporário, e não raro são contra-protucentes. Isso porque tais medidas sinalizam claramente ao público que o governo não tem intenção de tomar medidas fiscais sérias, que simplesmente levariam a uma evasão mais exacerbada da moeda. Logo, é simples recomendar políticas nessa área (embora a implementação prática talvez seja menos fácil, por motivos políticos). O que se recomenda é atacar a causa da inflação (o déficit fiscal) e não seus sintomas (a substituição de moedas). É irônico que a substituição de moedas, uma vez que torna mais onerosa para o governo a monetização de seu déficit, faça o ajuste de contas chegar mais cedo. Se isso acontecer, a substituição de moedas talvez seja boa, afinal. ■

Este artigo baseia-se no IMF Working Paper WP/92/40, Currency substitution in developing countries: an introduction, elaborado pelos autores como capítulo introdutório para um número especial sobre substituição de moedas da Revista de Analisis Economico, publicada em junho de 1992.

SOLICITE E GANHE PROJETOS DE DESENVOLVIMENTO

O Banco Mundial financia US\$50

COMO COMEÇAR

1. Assine o IBOS — International Business Opportunities Service
2. Localize os contratos relacionados em suas edições semanais
3. Acompanhe a evolução dos contratos através das atualizações do IBOS
4. Com a orientação do IBOS, participe de projetos em todo o mundo
5. Peça já esse vídeo EMPRESTADO GRATUITAMENTE — Banco Mundial — Negócios para você



Recorte e envie esse cupom para:
West Glen Films, 1430 Broadway, NY, NY 10018-3396
Tel.: 800-325-8677

Para pedidos pelo correio, de fora dos EUA:
The World Bank, 1818 H Street,
NW, Room T-8055,
Washington, DC 20433, USA
ou FAX 202 676-0579

SIM. Quero saber como o IBOS ajuda as empresas na concorrência por projetos internacionais. Favor emprestar-me gratuitamente o vídeo. Eu o devolverei dentro de 5 dias.

Formato: VHS/PAL Outro _____

Preencha ou anexe o cartão da empresa

Nome _____

Título _____

Empresa _____

Endereço _____

Cidade, Código Postal _____

País _____

Minha empresa fica em _____

Cerca de _____ % de nossos negócios são feitos com os seguintes países: _____
FO3 _____

OPORTUNIDADES NAS SEGUINTEs áreas

- Indústrias Construtoras
 Serviços de saúde Educadores/instrutores
 Consultoria Empreiteiras