

Dolarização: significado e conseqüências *

Paulo Nogueira Batista Jr.

V.11 N. 3 JUNHO pp. 37-62

Introdução

Desde o início dos anos 90, as discussões monetárias no Brasil têm sido influenciadas por propostas de dolarização. O interesse pelo tema aumentou muito com o sucesso inicial do Plano Cavallo, lançado na Argentina em abril de 1991. O que se pretende neste artigo é examinar os elementos centrais das propostas de dolarização, identificar a sua origem e explicar algumas das suas principais implicações.

O termo “dolarização” possui dois sentidos básicos. Pode designar, por um lado, a tendência espontânea dos agentes econômicos, que se manifesta no plano microeconômico, de substituir a moeda nacional pelo dólar após um período de inflação elevada. Por outro lado, pode designar a utilização da moeda estrangeira como ponto central de referência de um programa de estabilização macroeconômica.

No primeiro sentido, a dolarização constitui uma espécie de reforma monetária produzida pelo mercado, isto é, um processo sem coordenação central pelo qual a moeda doméstica vai sendo abandonada progressivamente como unidade de conta, padrão para pagamentos diferidos, reserva de valor e até mesmo meio de troca. Esse processo é,

* Publicado originalmente em BATISTA Jr., Paulo Nogueira, *A Economia como Ela é ...*, São Paulo, Boitempo Editorial, 2000, p. 277-99. Trata-se de versão condensada e atualizada de trabalho que apareceu, sob o mesmo título, na revista *Política Externa*, v. 2, nº 4, março-abril-maio de 1994. Carolina Fonseca auxiliou no levantamento de documentos e estatísticas; Christian Etlin, na revisão e edição do texto. Marisa Teixeira, diretora da biblioteca do United States Information Service em São Paulo, ajudou na localização de alguns dos documentos utilizados. Parte da pesquisa contou com o apoio financeiro do Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento.

em alguma medida, uma conseqüência espontânea e inevitável da inflação crônica, embora possa ser apressado ou induzido por decisões específicas do governo.

Mas é no segundo sentido que estaremos usando o termo dolarização durante a maior parte deste trabalho. O seu propósito é discutir as características gerais e algumas conseqüências da dolarização entendida como mecanismo de estabilização supostamente apropriado para economias atingidas por grave crise inflacionária¹. Trataremos fundamentalmente de programas ou propostas de reforma monetária e cambial que tenham como elemento básico a subordinação da moeda nacional a uma moeda estrangeira mais estável.

Dolarização como movimento regressivo

O diagnóstico que dá origem a programas desse estilo pode ser explicado em poucas palavras. Parte-se da avaliação de que os distúrbios monetários agudos constituiriam fenômenos qualitativamente distintos das inflações moderadas, não sendo, portanto, passíveis de solução pela via dos instrumentos convencionais de contenção fiscal e monetária, associados ou não a políticas “heterodoxas” de controle de preços e salários. Inflações extraordinárias pela sua dimensão ou duração resultariam fatalmente no colapso da confiança no Estado nacional e na moeda de sua emissão e não poderiam ser enfrentadas sem o recur-

¹ Para uma discussão mais completa das implicações macroeconômicas da dolarização, ver BATISTA Jr., Paulo Nogueira, “A armadilha da dolarização”, *Estudos Econômicos*, v. 23, nº 3, set/dez 1993. Houve três momentos na década de 90 em que se debateu mais intensamente a possibilidade de o Brasil adotar um regime monetário de tipo dolarizante, semelhante ao da Argentina. O primeiro foi na fase terminal do governo Collor, em 1992, quando se imaginou que a adoção de um *currency board* (conselho da moeda) poderia representar a última tentativa de salvar o presidente da República do *impeachment*. O segundo ocorreu em 1993-94, por ocasião das discussões sobre as alternativas de regime monetário e cambial para o que viria depois a ser conhecido como Plano Real. O tema ressurgiu com força, pela terceira vez, em 1999, quando a crise cambial iniciada em janeiro voltou a lançar dúvidas sobre a viabilidade de uma moeda brasileira autônoma. Sobre esse debate mais recente, ver BATISTA Jr., Paulo Nogueira, op. cit., 2000, p. 300-2, 303-5 e 332-4.

so a algum tipo de âncora ou garantia, única forma viável de restituir credibilidade às iniciativas estabilizadoras de um Estado desacreditado.

Ancorar a moeda nacional significaria, neste contexto, estabelecer uma relação de subordinação com um padrão monetário estrangeiro considerado confiável. Na América Latina, o candidato natural ao papel de moeda âncora ou moeda lastro seria o dólar dos Estados Unidos.

Admitir este diagnóstico implica aceitar que a crise monetária atinge em cheio certos traços centrais do sistema monetário moderno tal como prevalece hoje na maior parte do mundo e em todas as principais economias, quais sejam, o monopólio estatal da emissão primária de moeda e a ausência de lastro na forma de uma vinculação com um padrão metálico.

Não por acaso, a sua superação poderia então pressupor uma regressão a formas primitivas ou ultrapassadas de organização e regulação da moeda².

O caráter regressivo das reformas dolarizantes aparece de forma inequívoca na experiência e no debate recentes. O programa de conversibilidade argentino de abril de 1991 é o exemplo mais conhecido³. No essencial, a lei de conversibilidade constitui uma adaptação e uma atualização da legislação monetária que vigorava na Argentina nos tempos do padrão-ouro, como relata o advogado Horácio Liendo, assessor de Domingo Cavallo e um dos principais responsáveis pela redação da lei⁴. O sistema monetário instituído na Argentina em 1991 nada mais é do que uma tentativa de ressuscitar os elementos centrais

² Observe-se, contudo, que esse diagnóstico admite derivações variadas no que concerne ao tipo de âncora ou garantia a que se recorre no processo de estabilização, não implicando necessariamente a aceitação da tese de que a “hiperestabilização” pressupõe a subordinação a um padrão monetário estrangeiro. Ver a esse respeito BATISTA Jr., Paulo Nogueira, “Reforma monetária com âncora interna: uma alternativa à dolarização”, *Indicadores Económicos FEE*, v. 21, nº 2, ago. 1993, p. 79-88.

³ Sobre o modelo de estabilização da Argentina ver BATISTA Jr., Paulo Nogueira, op. cit., 2000, pp. 311-22.

⁴ Em entrevista ao autor, no Ministério da Economia, Buenos Aires, em 8/10/1992.

do antigo regime, com o dólar exercendo todas as funções do ouro, inclusive a de servir de meio de pagamento interno em paralelo à moeda nacional. A semelhança com o padrão-ouro reside não somente na fixação da taxa de câmbio com a moeda lastro, na conversibilidade da moeda argentina e na subordinação da base monetária às reservas externas do Banco Central, mas também no fato de que estas regras representam compromissos estabelecidos em lei e não apenas decisões anunciadas pelo governo ou pela autoridade monetária⁵.

O movimento regressivo ou retrógrado associado às reformas monetárias desse tipo apareceu, posteriormente, no caso da Estônia, onde se estabeleceu, em junho de 1992, sob os auspícios do Fundo Monetário Internacional, um regime monetário ancorado no marco alemão para combater uma inflação que alcançava 20% ao mês⁶. Apa-

⁵ Para uma avaliação apresentada pelo próprio responsável pelo programa de conversibilidade argentino, ver CAVALLO, Domingo, “The Convertibility Plan”, in “Conference on Currency Substitution and Currency Boards”, mimeo., World Bank, Washington D.C., 27-28 jan. 1992, p. 54-7. O projeto da lei de conversibilidade foi discutido em regime de urgência e entrou em vigor no dia 1º de abril de 1991, menos de duas semanas depois do seu envio ao Congresso. Pela lei, a moeda argentina foi declarada conversível em dólares a uma taxa de câmbio nominal fixa para venda (artigo 1). Estabeleceu-se, também, que as reservas internacionais de livre disponibilidade do Banco Central deviam ser sempre equivalentes a, pelo menos, 100% da base monetária (artigo 4). Além disso, foram proibidos os mecanismos de indexação, mesmo nas relações e situações jurídicas existentes (artigos 7 a 10). Finalmente, o Código Civil foi alterado de forma a dar plena eficácia jurídica a contratos em moeda estrangeira (artigo 11). A lei de conversibilidade foi reproduzida na *Revista de Economía Política*, v. 11, nº 4, out./dez. 1991, p. 157-9.

⁶ SAAVALAINEN, Tapio, “Estonia Stabilizes Economy Through a Currency Reform”, *IMF Survey*, International Monetary Fund, 14 dez. 1992, p. 381-4. Três meses após a implementação da reforma monetária, a diretoria do FMI aprovou um acordo *stand-by* de um ano com a Estônia (HANSSON, Ardo H., “The Estonian Kroon: Experiences of the First Year”, mimeo., paper prepared for the CEPR conference on “The Economics of New Currencies”, Landeszentralbank in Hessen, Frankfurt, 28-29 jun. 1993, p. 4, 8). O Fundo também não demorou a oficializar o seu apoio ao plano Cavallo. Um acordo *stand-by* com a Argentina entrou em vigor em julho de 1991, três meses após a promulgação da lei de conversibilidade (FUNDACIÓN CEDEAL, *Situación Latinoamericana*, ano 1, nº 6, Madrid, dez. 1991, p. 14).

receu também nas propostas de reforma monetária para o Brasil defendidas em diversos documentos de circulação restrita elaborados pelo Banco Mundial ou sob encomenda do Banco em 1991-92⁷.

O que se fez no caso da Estônia foi dividir o banco central em dois departamentos, o departamento de emissão e o departamento bancário, restaurando o célebre modelo de organização estabelecido para o Banco da Inglaterra no século XIX, pelo *Peel Act* de 1844⁸. O departamento de emissão, que opera como um *currency board*, tem no passivo a base monetária e no ativo reservas internacionais que devem lastrear integralmente a moeda de sua emissão, o *kroon*. O departamento bancário detém as reservas excedentes e responde pelas funções residuais de banco central, inclusive a de suprir empréstimos emergenciais ao sistema bancário⁹.

No que se refere ao Brasil, as propostas de reforma monetária apresentadas pelo Banco Mundial seguem o mesmo figurino. Tam-

⁷ Para uma avaliação de alguns desses documentos ver LAL, Deepak “Notes on Money, Debt and Alternative Monetary Regimes for Brazil”, mimeo., paper prepared for the Development Policy Group in the Vice President of Economics Office of the World Bank, jan. 1993.

⁸ Análises da legislação bancária britânica de 1844 podem ser encontradas no terceiro volume dos *Princípios de Economia Política* de John Stuart Mill e no terceiro volume do *Capital* de Karl Marx. Ver MILL, John Stuart, *Principles of Political Economy*, Fairfield, Augustus M. Kelley Publishers, 1976 (1ª ed. 1848), p. 651-77, e MARX, Karl, *Das Kapital: Kritik der politischen Ökonomie*, Drittes Buch, Frankfurt/M, Verlag Ullstein, 1971 (1ª ed. 1894), p. 518-35.

⁹ BENNET, Adam G. G., “The Operation of the Estonian Currency Board”, mimeo., International Monetary Fund, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, PPAA/92/3, dez. 1992, p. 4, 5. O *currency board* da Estônia tem como base jurídica uma “Lei sobre a Segurança do *Kroon* Estoniano” de maio de 1992. Essa lei estabelece que o *kroon* deve ser plenamente garantido pelas reservas de ouro e divisas conversíveis do Banco da Estônia (cláusula 1), define o marco alemão como moeda de referência e proíbe o banco central de desvalorizar o *kroon* (cláusula 2), assegura a conversibilidade do *kroon* (cláusula 3) e determina que a variação da quantidade de *kroons* em circulação deve obedecer à variação das reservas de ouro e divisas (cláusula 4). “Law of the Republic of Estonia on the Security of the Estonian Kroon”, Supreme Council, Republic of Estonia, 20 mai. 1992, tradução não-oficial reproduzida como anexo a HANSSON, Ardo H., op. cit., p. 22.

bém nesse caso, o que se considera necessário para conferir credibilidade ao processo de ajustamento é o retorno a formas mais rudimentares de organização, nomeadamente – e por incrível que pareça – a implantação de um *currency board* nos moldes do regime monetário das antigas colônias da Inglaterra e outras potências na África, na Ásia e no Caribe¹⁰.

Um currency board para o Brasil?

Uma das variantes de dolarização que mais atenção receberam no Brasil em 1993-94 foi justamente o *currency board* (conselho da moeda ou caixa de conversão), em parte porque a origem desta proposta era atribuída (erroneamente) à assessoria do então ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso. O *currency board*, como se sabe, é uma instituição emissora independente encarregada de produzir moeda conversível, a uma taxa de câmbio fixa, e lastreada por reservas de liquidez internacional. Esse era o arranjo monetário aplicado na maioria das colônias européias e que foi abandonado por quase todos os países durante o processo de descolonização nos anos 50 e 60¹¹.

Até a década de 90, o *currency board* era considerado um regime monetário basicamente ultrapassado, só aplicável em países ou territórios muito pequenos. No passado recente, entretanto, esse modelo voltou a receber mais atenção, passando a ser encarado em alguns círculos como método adequado para fazer face a crises monetárias agudas, mesmo em países maiores.

¹⁰ Sobre a experiência com *currency boards* nas colônias européias ver, por exemplo, WALTERS, Alan, “Currency Boards”, in John Eatwell, Murray Milgate & Peter Newman (orgs.), *The New Palgrave Money*, London, The Macmillan Press, 1989, p. 109-14, e OSBAND, Kent & VILLANUEVA, Delano, “Independent Currency Authorities: an Analytic Primer”, mimeo., International Monetary Fund, IMF Working Paper, WP/92/50, jul. 1992, p. 15-6.

¹¹ Ver WALTERS, Alan, “History of Currency Boards”, in “Conference on Currency Substitution and Currency Boards”, mimeo., World Bank, Washington D.C., 27-28 jan. 1992, p. 22-3, e HANKE, Steve & SCHULER, Kurt, “Currency Boards for Latin America”, in “Conference on Currency Substitution and Currency Boards”, mimeo., World Bank, Washington D.C., 27-28 jan. 1992, p. 30-3.

Ainda assim, é muito pequeno o número de países ou territórios que o adotam (ver Tabela 1). A Argentina é o único país importante que possui um regime monetário próximo ao do *currency board*¹². Os demais *currency boards* aparecem em países pequenos e em alguns territórios ou colônias. A tabela compara esses países e colônias com o Brasil em termos de população e extensão territorial. Excetuada a Argentina, nenhum deles chega a ter 6% da população ou 2% da área do Brasil. Veremos mais adiante por que esse tipo de modelo monetário e cambial pode ser mais eficaz em economias pequenas.

Tabela 1

Brasil e países ou colônias com *currency boards*: área e população

	Área (1) (em km ²)	População ^(a) (2) (em mil hab.)	(1) , Área do Brasil (em %)	(2) , População do Brasil (em %)
Argentina	2.780.092	36.600,0	32,5256	22,2087
Bermudas ^(b)	53	60,1 ^(c)	0,0006	0,0365
Bósnia	51.129	3.800,0	0,5982	2,3058
Brasil	8.547.404	164.800,0	100	100
Brunei	5.765	322,0	0,0674	0,1954
Bulgária	110.994	8.300,0	1,2986	5,0364
Djibuti	23.200	629,0	0,2714	0,3817
Estônia	45.100	1.400,0	0,5276	0,8495
Gibraltar ^(b)	7	27,0 ^(d)	0,0001	0,0164
Hong Kong ^(e)	1.078	6.200,0 ^(f)	0,0126	3,7621
Ilhas Cayman ^(b)	259	35,0 ^(e)	0,0030	0,0212
Ilhas Faroe ^(g)	1.399	44,3 ^(f)	0,0164	0,0269
Ilhas Malvinas ^(b)	12.100	2,5 ^(e)	0,1416	0,0015
Lituânia	65.200	3.700,0	0,7628	2,2451

^(a) 1999, salvo indicação em contrário. ^(b) Colônia britânica. ^(c) 1996. ^(d) 1998. ^(e) Região administrativa especial da China. ^(f) 1997. ^(g) Colônia dinamarquesa.

Fontes: Dados primários – Editora Abril (1999: p. 255; 2000: p. 98–101, 185 e 339–41), Ghosh, Gulde & Wolf (1998: p. 9), Hanke, Jonung & Schuler (1993: p. 172–80) e Williamson (1995: p. 5-9).

¹² Na verdade, a lei de conversibilidade obriga o banco central argentino a operar segundo regras muito semelhantes às de um *currency board* puro, mas não tão estritas quanto as dele. A lei permite, por exemplo, que a base monetária seja lastreada em parte por títulos públicos nacionais “pagáveis em ouro (continua na página seguinte)

A estranha idéia de submeter o Brasil a esse modelo monetário remonta, ao que parece, a um conjunto de trabalhos sobre a economia brasileira encomendados pelo Banco Mundial a técnicos de fora da instituição, entre os quais o conhecido economista norte-americano Allan Meltzer. Concluídos em 1991, esses trabalhos convergiam para a recomendação de que o Brasil adotasse um *currency board* como meio de sinalizar um firme compromisso com uma política de combate à inflação¹³.

No início de 1992, o Banco Mundial deu seqüência a essa iniciativa, organizando em Washington uma conferência sobre dolarização e *currency boards*, da qual participaram diversos economistas de renome ligados a universidades dos Estados Unidos ou ao FMI e ao próprio Banco, entre os quais Michael Bruno, Guillermo Calvo, Stanley Fischer, Ronald McKinnon, Robert Mundell e Lawrence Summers¹⁴. Três países foram objeto de especial atenção: a Argentina, por ter acabado de implantar um regime monetário próximo ao do *currency board*, o Brasil e o Peru, considerados candidatos potenciais à adoção

metais preciosos, dólares estado-unidenses ou outras divisas de similar solvência”, computados a valores de mercado (artigo 4). Além disso, o Banco Central pode financiar o Tesouro, desde que possua reservas superiores à base. Para uma comparação entre a reforma monetária argentina e o modelo do *currency board*, ver HANSON, James, “Argentina’s Quasi-Currency Board”, in “Conference on Currency Substitution and Currency Boards”, mimeo., World Bank, Washington D.C., 27-28 jan. 1992, p. 60.

¹³ Ver MELTZER, Allan H., “Inflation and Money in Brazil”, mimeo., World Bank, abr. 1991 (rev. ago. 1991), RODRIGUEZ, Carlos Alfredo, “Inflation in Brazil”, mimeo., World Bank, mai. 1991, e AUERNHEIMER, Leonardo, “Inflation and Foward Looking Markets in Brazil”, mimeo., Report to the World Bank, out. 1991. Posteriormente, essa abordagem encontrou defensores no Brasil. Ver, por exemplo, RESENDE, André Lara, “Sem moeda forte, não se tem nada”, *Exame*, São Paulo, 8 jul. 1992, e SILVA, Adroaldo Moura da, “Em busca da estabilidade de preços”, *Informações Fipe*, nº 145, set./out. 1992.

¹⁴ WORLD BANK, “Conference on Currency Substitution and Currency Boards”, mimeo., World Bank, Washington D.C., 27-28 jan. 1992, p. 113-5. Os anais dessa conferência foram publicados posteriormente como *discussion paper* pelo Banco Mundial (WORLD BANK, *Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards*, ed. por Nissan Liviatan, World Bank Discussion Papers, 207, Washington, D.C., out. 1993).

de esquemas monetários do mesmo tipo. Pela Argentina compareceu o ministro da Economia, Domingo Cavallo; pelo Peru, o ministro das Finanças e Economia, Carlos Boloña Behr; pelo Brasil, Armínio Fraga, diretor do Banco Central na gestão Marcílio Marques Moreira, entre outros.

Durante a conferência, a proposta foi objeto de defesas enfáticas e críticas cerradas. Apesar das divergências, o Banco Mundial decidiu dar um passo adicional, ainda em 1992, transformando a proposta de criação de um *currency board* em recomendação *oficial* ao governo brasileiro¹⁵. No mesmo ano, o Congresso americano aprovou uma lei autorizando aumento de cerca de US\$ 12 bilhões na quota dos Estados Unidos no FMI e permitindo a utilização desses recursos para apoiar a criação de *currency boards* em qualquer país membro do Fundo¹⁶.

Elementos centrais das propostas de dolarização

Não é difícil perceber que as diferentes modalidades de dolarização são sempre variações em torno de alguns temas recorrentes ou elementos constitutivos:

- *ancoragem cambial*, entendida como a definição, em termos nominais, de uma regra de variação para a taxa de câmbio com a moeda escolhida como referência, o que pode significar o congelamento ou a prefixação do câmbio ou, ainda, a definição de faixas estreitas de variação para a taxa nominal.

¹⁵ WORLD BANK, *Money, Debt, Inflation and Forward-Looking Markets in Brazil*, Report n° 10286-BR, LAC, dez. 1992, p. iii, 31-2.

¹⁶ KARNER, Marge, “Chaos in the Ruble Zone: A Currency Board Solution”, mimeo., Washington D.C., The Heritage Foundation, mar. 1993, p. 17. A lei em questão é o “Foreign Operations, Export Financing and Related Programs Appropriations Act, 1993”, assinado pelo presidente Bush em 6 de outubro de 1992. No que diz respeito ao FMI, a lei permite um aumento da cota dos Estados Unidos, estabelecendo que esses fundos possam ser destinados, entre outros usos, “para promover esforços por parte do Fundo Monetário Internacional para apoiar a estabilidade monetária em países membros por meio do instrumento do *currency board*” (UNITED STATES CONGRESS, “Foreign Operations, Export Financing and Related Programs Appropriations Act, 1993”, *United States Code Congressional and Administrative News*, v. 2, Public Law 102-391, St. Paul, West Publishing Co., 1992, p. 1636).

Dolarização: Significado e Conseqüências

- *convertibilidade da moeda nacional*, isto é, a supressão completa ou quase completa dos controles cambiais e restrição de acesso ao mercado de câmbio.
- *subordinação da base monetária às reservas internacionais*, ou seja, a introdução de uma regra rígida de criação de moeda primária, que passa a ficar condicionada a igual contrapartida em termos de reservas externas adicionais no banco central ou no *currency board*.
- *uso interno da moeda estrangeira*, ou seja, eliminação de restrições à sua circulação doméstica, à criação de créditos e depósitos dolarizados, à utilização da moeda estrangeira como indexador de contratos na economia, enfim, a supressão parcial ou total do conjunto de dispositivos legais e administrativos que defendem a moeda doméstica da concorrência de moedas estrangeiras de liquidez internacional.

No caso argentino, como vimos, encontramos os quatro elementos em estado quase puro. Já no da Estônia, temos apenas os três primeiros, uma vez que lá houve a preocupação não só de evitar que se ampliasse o uso doméstico de moedas estrangeiras, mas também a de limitar algumas concessões feitas nesse terreno durante o período de inflação alta¹⁷.

A opção por um esquema de estabilização que inclua todos ou a maioria dos quatro pontos acima referidos constitui inegavelmente uma aposta de alto risco. Por isso mesmo, os responsáveis pela política econômica de um país só tomam esse caminho quando confrontados com um dramático estreitamento do leque de opções. A âncora cambial pode gerar grave desequilíbrio no balanço de pagamentos em conta corrente e dependência crescente de capitais externos voláteis ou de curto prazo. A convertibilidade torna a economia mais vulnerável aos movimentos internacionais de capital. A vinculação da

¹⁷ Após a reforma monetária, o governo da Estônia permitiu que residentes continuassem mantendo contas em moeda estrangeira nos bancos do país, mas proibiu a ampliação dos saldos dessas contas (INTERNATIONAL MONETARY FUND, “Estonia – Recent Economic Developments”, mimeo., European II Department, 17 mar. 1993, p. 56). Uma lei de junho de 1992 proibiu o uso de moedas estrangeiras em transações domésticas (HANSSON, Ardo H., op. cit., p. 7).

base às reservas coloca a gestão monetária e financeira doméstica na estrita dependência da política monetária do país emissor da moeda âncora. Finalmente, a legalização do uso interno da moeda estrangeira cria hábitos ou padrões de comportamento de difícil reversão¹⁸.

Ancoragem no dólar como decisão unilateral

Deve-se ressaltar, além disso, que a vinculação ou subordinação da moeda brasileira ao dólar surgiria como uma decisão unilateral e estaria, portanto, dissociada de qualquer acordo ou compromisso internacional em relação à paridade ou faixa de variação estabelecida pelo governo brasileiro. Não haveria, em particular, qualquer compromisso do banco emissor da moeda âncora, o Federal Reserve, de colaborar para a sustentação da taxa de câmbio fixada ou prefixada.

Nesse particular, as âncoras cambiais latino-americanas diferem de modo fundamental da ancoragem no marco alemão, que constituía a essência do mecanismo cambial europeu. Na Europa Ocidental, o sistema de taxas fixas ou quase fixas resultava de um entendimento multilateral e contava, portanto, não apenas com o respaldo dos governos e bancos centrais das moedas historicamente mais fracas, mas também com o compromisso da Alemanha e do Bundesbank de atuarem no sentido de dar sustentação ao sistema, inclusive intervindo de forma coordenada com os outros governos e bancos centrais para manter as taxas cambiais dentro das faixas acordadas¹⁹. Embora não tenha sido capaz de impedir que um agudo conflito de interesses e prioridades entre a Alemanha e o resto da Europa Ocidental acabasse

¹⁸ Sobre a dificuldade de reverter os processos de dolarização, ver BATISTA Jr., Paulo Nogueira, op. cit., set./dez. 1993, p. 384-9.

¹⁹ Durante a primeira crise do mecanismo cambial europeu, em setembro de 1992, as operações de sustentação das demais moedas integrantes do sistema levaram o Bundesbank a despendar nada menos que 92 bilhões de marcos (DEUTSCHE BUNDESBANK, *Monatsbericht*, out. 1992, p. 16). Em julho de 1993, por ocasião dos ataques especulativos que levariam ao colapso do sistema de taxas quase fixas, as intervenções do banco central alemão em defesa do franco francês e outras moedas resultaram em compras de quase 60 bilhões de marcos (DEUTSCHE BUNDESBANK, *Monatsbericht*, ago. 1993, p. 24-5).

conduzindo à desintegração do sistema em 1992-93, a sua natureza multilateral lhe conferia um grau de solidez maior do que o da ancoragem latino-americana ao dólar²⁰.

No caso da Argentina, por exemplo, onde vigora uma âncora de tipo mais rígido do que a européia, não existe da parte do Federal Reserve ou do governo americano qualquer garantia ou compromisso de atuar no sentido de ajudar o Banco Central argentino a defender a paridade fixada. Dessa forma e dependendo do andamento do programa de estabilização, sinais mais sérios de incompatibilidade entre o comportamento do Federal Reserve e as conveniências da Argentina podem ser suficientes para desatar uma corrida contra o peso argentino. Com a exceção do peso mexicano, que por motivos conhecidos pode contar com mais apoio americano em situações de emergência, observação semelhante vale em maior ou menor grau para as demais moedas latino-americanas já ancoradas ou que venham a se ancorar no dólar. Em suma, na área de influência do dólar, as relações monetárias têm um caráter mais assimétrico do que na Europa Ocidental, o que torna a moeda estrangeira um ponto de apoio problemático para o processo de estabilização.

Perda de autonomia monetária e cambial

Como sugere a própria expressão, a dolarização implica necessariamente perda de autonomia na condução da política econômica. Essa perda de autonomia é da essência do esquema e decorre, em primeiro lugar, da renúncia à possibilidade de praticar políticas próprias nos campos monetário e cambial. As condições domésticas de liquidez passam a ser determinadas de forma reflexa pelos movimentos da

²⁰ Como lembra Stanley Fischer, mesmo as principais economias desenvolvidas, com instituições políticas estáveis e sistemas legais sólidos, têm encontrado dificuldade em manter taxas de câmbio fixas. Os defensores da dolarização e dos *currency boards*, observa ele, estão propondo para os países em desenvolvimento um sistema que tem sido rejeitado pelos desenvolvidos (FISCHER, Stanley, "Seigniorage and Dollarization", in "Conference on Currency Substitution and Currency Boards", mimeo., World Bank, Washington D.C., 27-28 jan. 1992, p. 24).

política monetária na economia emissora da moeda âncora, convenha isso ou não à situação conjuntural da economia ancorada. O valor externo da moeda ancorada passa a acompanhar passo a passo as flutuações da moeda âncora nos mercados internacionais de câmbio, convenha isso ou não às contas externas da economia ancorada. Esta última fica assim inteiramente a reboque das decisões do tesouro e do banco central do país responsável pela emissão e pelo controle da moeda escolhida como lastro, sem obter – é claro – participação alguma nessas decisões²¹. O programa de dolarização sacramenta e consolida, portanto, a perda de soberania monetária que a própria inflação continuada tende a produzir.

Quando há alguma coincidência entre as necessidades do país emissor da moeda âncora e as do emissor da moeda ancorada, os custos associados à perda de independência monetária e cambial não se manifestam de forma clara. Foi o que aconteceu, por exemplo, no caso do programa argentino em 1991-93. Já a experiência da Europa Ocidental em 1992-93 pode servir como exemplo do caso oposto, em que uma grande discrepância de objetivos entre a economia âncora e as economias ancoradas termina por criar um conflito custoso e insustentável entre as prioridades nacionais e a defesa de paridades cambiais rígidas ou faixas estreitas de variação das taxas de câmbio.

Como a convergência da inflação interna à externa nunca é instantânea, a ancoragem cambial tem como subproduto inevitável um aumento real do valor externo da moeda ancorada. Esse efeito pode ser atenuado ou agravado pelo comportamento das taxas cambiais da moeda âncora em relação a outras moedas relevantes para o

²¹ Como observa Mundell, a perda de autonomia teria de ser compensada, em tese, pelo direito de votar na diretoria da autoridade monetária emissora da moeda de referência: “Eu me recordo da piada de Charles Kindleberger sobre o Canadá como décimo-terceiro distrito do Sistema de Reserva Federal. Taxas de câmbio fixas ou um *currency board* no Canadá seriam mais populares se o Canadá tivesse 1/13 dos votos no comitê de mercado aberto!” (MUNDELL, Robert, “Currency Boards, Fixed Exchange Rates and Monetary Discipline”, in “Conference on Currency Substitution and Currency Boards”, mimeo., World Bank, Washington D.C., 27-28 jan. 1992, p. 45).

comércio exterior e as demais transações internacionais da economia ancorada. A Estônia, por exemplo, fixou a taxa nominal de câmbio do kroon com o marco poucos meses antes da eclosão da crise cambial que levaria a uma alta acentuada da moeda alemã na Europa. A valorização do marco em comparação com as moedas dos principais parceiros comerciais da Estônia, combinada com uma expressiva inflação “residual” no kroon, resultou em forte diminuição da competitividade internacional do país após a criação do *currency board* ²².

Quando o governo autoriza, ou tolera, a utilização de moedas estrangeiras em transações domésticas, há implicações adicionais às referidas nesta seção. A mais óbvia é a transferência ao exterior de receita de *seigniorage* (senhoriagem), isto é, de recursos que podem ser obtidos pelo Estado, a custo praticamente zero, com o monopólio da emissão de moeda fiduciária de curso legal dentro do território nacional. Se a moeda estrangeira começa a circular em escala apreciável, a receita de *seigniorage* extraída da economia passa a ser compartilhada com um Estado estrangeiro, que se beneficia, desta forma, de uma ampliação sem ônus da sua receita com a emissão monetária. Para o país que se dolariza a perda de receita de *seigniorage* pode ser total ou quase total, como no Panamá²³, ou apenas parcial, como na Argentina e em outras

²² INTERNATIONAL MONETARY FUND, op. cit., 1993, p. 43, 48. A situação só não é mais grave porque o congelamento do câmbio foi antecedido de um período de rápida desvalorização real e aumento da relação câmbio-salário (SAAVALAINEN, Tapio, op. cit., p. 382-3).

²³ Os panamenhos usam também moedas metálicas cunhadas pelo governo do país, cujo montante é desprezível em comparação com o estoque de dólares em circulação (CALVO, Guillermo A. & VÉGH, Carlos A, “Currency Substitution in Developing Countries: An Introduction”, mimeo., International Monetary Fund, IMF Working Paper, WP/92/40, mai. 1992, p. 5). O Panamá sempre utilizou o dólar como moeda corrente. O Tratado de 1903, que reconheceu a independência do país, estabeleceu que o Panamá não criaria papel-moeda (MUNDELL, Robert, “Currency boards...”, op. cit., p. 43; HANKE, Steve & SCHULER, Kurt, op. cit., p. 31, 35). Nessa situação, o gasto público só pode ser financiado por impostos ou crédito não-monetário e, como nota Stanley Fischer, passa a não existir qualquer diferença essencial entre o processo orçamentário e de financiamento do governo do país e o dos governos estaduais e locais nos Estados Unidos (continua na página seguinte)

economias sul-americanas que experimentaram processos hiperinflacionários na década passada²⁴.

Controle estrangeiro da instituição emissora

A implantação de um *currency board*, ou de normas equivalentes de operação para o banco central, tem o efeito intencional de estreitar substancialmente a flexibilidade da política de gastos do governo, uma vez que suprime a possibilidade de recorrer a financiamento monetário em situações de emergência. Evidentemente, a perda de flexibilidade para gastar não é um mero subproduto desse gênero de reforma monetária, mas o próprio objetivo que se procura alcançar, qual seja, o de levar o poder público a se auto-impor uma espécie de camisa-de-força que supostamente “despolitizaria” a criação de moeda primária e impediria o setor governamental de obter financiamento monetário junto à instituição emissora²⁵.

Uma das dificuldades inerentes a esta pretensão reside no fato de que uma camisa-de-força auto-imposta pelo poder público, na forma de uma entidade monetária independente e separada (como sugerem

(FISCHER, Stanley, “Seigniorage and the Case for National Money”, in Stanley Fischer, *Indexing, Inflation and Economic Policy*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press, 1986, p. 432).

²⁴ A utilização interna do dólar aumentou também em economias, como a uruguaia, que não chegaram a sofrer hiperinflações. Nesse e em outros casos, a dolarização decorreu de medidas de liberalização cambial e financeira implementadas em economias sujeitas a inflação significativamente mais elevada do que a internacional (BATISTA Jr., Paulo Nogueira, “Dolarização, âncora cambial e reservas internacionais”, *Revista de Economia Política*, v. 13, nº 3, jul./set. 1993, p. 6, 7).

²⁵ Quando a base monetária fica rigorosamente condicionada à existência de uma contrapartida pelo menos igual sob a forma de reservas de liquidez internacional, desaparece também a possibilidade de socorrer o sistema bancário, ou seja, deixa de existir um emprestador de última instância em moeda nacional e aumenta a vulnerabilidade das instituições financeiras internas. A autoridade monetária passa a só poder exercer esta função clássica se dispuser de reservas excedentes (em relação a seu passivo monetário) ou acesso garantido e imediato a linhas de crédito no exterior (ver BATISTA Jr., Paulo Nogueira, op. cit., set./dez. 1993, p. 381-4).

os estudos do Banco Mundial para o Brasil) ou de uma lei que restrinja a operação do banco central como autoridade emissora (a exemplo da lei de conversibilidade argentina), pode ser rompida pelo próprio poder público e nunca desperta confiança plena quando da sua implementação. Um dos estudos de caráter propositivo encomendados pelo Banco Mundial levanta a questão e oferece tentativamente uma resposta curiosa, porém sintomática:

Mesmo que [o *currency board*] seja inicialmente estabelecido como uma agência independente, tendo sido criado por autorização governamental, ele poderia, no longo prazo, ser facilmente convertido em um instrumento do governo. (...) Se a idéia é que ele funcione como os seus defensores imaginam, ele teria que ser administrado por aqueles que não possam ser subvertidos pelo Estado brasileiro. Uma solução óbvia seria o FMI administrar o *currency board*, mas, dados sentimentos nacionalistas, será que é provável que isso seja aceitável? Possivelmente, se a crise hiperinflacionária – que é em última análise uma crise do Estado – não puder ser resolvida de outra maneira²⁶.

A que ponto se chega em estudos patrocinados pelo Banco Mundial! Não se trata apenas de recomendar que o Brasil retroceda a um sistema monetário de tipo colonial, mas também de cogitar da possibilidade de confiar a sua administração a uma entidade internacional...

Na verdade, uma idéia conduz quase que naturalmente à outra. A rigor, um regime monetário como o das colônias européias não é uma estrutura institucional “neutra” que possa funcionar e prosperar em qualquer contexto político. A confiança no *currency board* da colônia repousa, em última análise, no controle externo imposto pela metrópole. Já um *currency board* estabelecido pelo governo de um país independente não pode desfrutar da mesma credibilidade, uma vez que

²⁶ LAL, Deepak, op. cit., p. 16. Esse texto foi preparado por solicitação do Banco Mundial, mas vem acompanhado da ressalva padrão de que não representa posição oficial da instituição (idem, ibidem, p. 1).

está em princípio sujeito ao arbítrio do governo que o criou, como ressalta o estudo citado.

Em uma de suas intervenções na já mencionada conferência sobre dolarização e *currency boards* organizada pelo Banco Mundial, o célebre economista canadense Robert Mundell tocou no problema e também concluiu pela necessidade de se estabelecer algum tipo de controle estrangeiro:

A experiência passada com *currency boards* vem de antigas colônias. Elas têm sido muito bem-sucedidas por causa da restrição externa imposta, que retira o seu direito de desvalorizar. (...) Contudo, em um país independente, sem restrição externa, que razão haverá para pensar que um governo capaz de montar um *currency board* não irá eliminá-lo e alterar o regime quando for necessário fazê-lo? Ele poderia ser incorporado à constituição, mas constituições podem ser mudadas. Assim, de alguma forma alguma restrição externa precisa estar presente²⁷.

Note-se que este tipo de sugestão ou especulação é um elemento recorrente nos estudos e debates que têm sido apoiados pelo Banco Mundial. Um dos trabalhos apresentados na conferência sobre dolarização foi ainda mais longe no que tange a propostas de controle externo das instituições monetárias latino-americanas. Nesse trabalho, procurou-se defender a tese de que os *currency boards* poderiam ser encarados não só como meio de estabilizar as moedas latino-americanas, mas também como forma de criar uma “área monetária comum para as Américas”. No entanto, nada disso seria possível se não se encontrassem meios de “proteger” as novas instituições monetárias e assegurar a sua “independência política”:

O *currency board* precisa estar insulado de qualquer possível manipulação governamental e da ameaça de conversão em

²⁷ MUNDELL, Robert, “Discussion”, in “Conference on Currency Substitution and Currency Boards”, mimeo., World Bank, Washington D.C., 27-28 jan. 1992, p. 29.

um banco central. Com essa finalidade, o estatuto do *board* deve especificar que uma maioria da sua diretoria deve ser nomeada por governos estrangeiros ou instituições privadas estrangeiras [*sic*]. Existem precedentes para tal arranjo. Por exemplo, apenas três dos oito diretores do *currency board* da Líbia nos anos 50 eram de nacionalidade líbia; os demais eram britânicos, franceses, italianos e egípcios, escolhidos por seus respectivos governos.

O *currency board* também poderia manter os seus ativos em um país seguro como a Suíça, e deve ser incorporado como uma entidade privada ao abrigo da legislação de um país seguro, independente do governo do país onde circulam as notas e moedas emitidas pelo *board*. (...) Os *currency boards* de Burma e do Jordão, entre outros, tinham a sua sede em Londres, mesmo depois que esses países se tornaram independentes²⁸.

É raro encontrar uma manifestação mais clara e condensada de intervencionismo monetário. O que se pretende, vejam bem, é conferir a governos estrangeiros ou até mesmo a instituições privadas estrangeiras o direito de nomear a maioria dos diretores dos *currency boards* latino-americanos! Para reforçar a sua independência em relação aos governos locais, recomenda-se também que as novas instituições monetárias mantenham as suas reservas em países seguros e sejam incorporadas sob a lei desses países. Todos os precedentes mencionados remontam naturalmente à época colonial ou ao período imediatamente posterior à descolonização.

Ainda mais agressiva foi a posição defendida durante a mesma conferência por Lawrence Summers, que pertencia na época ao Departamento de Economia do Desenvolvimento do Banco Mundial. Para ele, a adoção pura e simples do dólar como moeda corrente seria uma alternativa superior à criação de *currency boards*. Ao comparar as duas possibilidades, Summers produziu a seguinte “pérola”, que expressa

²⁸ HANKE, Steve & SCHULER, Kurt, op. cit., p. 33.

bem a arrogância, a ironia e a ligeireza com que às vezes são tratados os temas internacionais em Washington:

Um *currency board* (...) preserva a *seigniorage*, enquanto a dolarização não o faz. Isso é, contudo, uma vantagem meramente local; quando a dolarização é buscada, a *seigniorage* não é perdida, mas transferida. E, por intermédio das instituições internacionais, a *seigniorage* poderia ser restituída aos países envolvidos. No longo prazo, encontrar formas de corromper [*sic*] as pessoas para aceitar a dolarização [*finding ways of bribing people to dollarize*], ou pelo menos devolver o dinheiro extra que é arrecadado quando a dolarização tem lugar, deve ser uma prioridade internacional. Do ponto de vista do mundo como um todo [*sic*], a vantagem da dolarização parece clara para mim e estou surpreso que ela não seja um item mais proeminente na agenda visionária desta Conferência²⁹.

Há alguns anos, propostas como a do *currency board*, mesmo depuradas de extravagâncias e exageros, dificilmente encontrariam acolhida nas instituições multilaterais. Mas, desde 1992, recomendações desse tipo já ultrapassam, como vimos, o nível da discussão técnica, tendo sido incorporadas à legislação americana e transformadas em recomendação oficial do Banco Mundial ao Brasil³⁰. Nesse ambiente, a incapacidade de estabilizar a moeda brasileira pode acabar trazendo

²⁹ SUMMERS, Larry, “Rules, Real Exchange Rates and Seigniorage” in “Conference on Currency Substitution and Currency Boards”, mimeo., World Bank, Washington D.C., 27-28 jan. 1992, p. 49. Depois de ocupar o cargo de subsecretário do Tesouro por vários anos, Summers foi nomeado, em 1999, Secretário do Tesouro dos Estados Unidos, cargo equivalente no Brasil ao de Ministro da Fazenda.

³⁰ Cabe notar, entretanto, que a posição do FMI tem sido aparentemente mais discreta e talvez mais cética do que a do Banco Mundial no que se refere a esse gênero de proposição. No campo da produção de estudos mais específicos e da organização de debates, a iniciativa tem sido, ao que parece, principalmente do Banco. De qualquer forma, o Fundo não tem hesitado em respaldar a implementação de *currency boards* ou de reformas equivalentes do banco central nos países que se lançaram por esse caminho, como mostram as experiências recentes da Argentina e da Estônia (ver nota 7 deste ensaio).

graves conseqüências para o país na forma de erosão ou perda de elementos essenciais da soberania.

Dolarização em uma economia de porte continental

Algumas das dificuldades típicas das estabilizações de gênero dolarizante tendem a ser menores ou podem ser enfrentadas com mais eficácia no caso de economias de pequena dimensão. Como o coeficiente de abertura comercial da economia costuma ser mais elevado em economias menores, os bens e serviços *tradeables* (comerciáveis internacionalmente) têm uma influência maior sobre os índices de preços domésticos. Ademais, por serem mais abertas, essas economias tendem a se dolarizar rapidamente em períodos de inflação alta, ou seja, os preços de produtos não-comerciáveis e mesmo os salários se indexam com mais facilidade à taxa cambial. Dadas essas condições, a estabilização do câmbio nominal tem impacto forte e imediato sobre a taxa de inflação e resulta, assim, em grau menor de valorização do câmbio real.

No caso de economias pequenas, também é mais fácil mobilizar suporte financeiro externo para um processo de estabilização. Com um montante de recursos que constitui aporte relativamente modesto para os países credores e as entidades multilaterais de financiamento, torna-se possível formar um fundo de estabilização suficiente para contribuir de forma apreciável, e até decisiva, para a sustentação da estabilidade cambial e o financiamento do governo na etapa inicial do ajustamento.

Para uma economia de dimensão continental como a brasileira, essas circunstâncias atenuantes não existem. Apesar da liberação comercial dos últimos anos, o grau de abertura permanece relativamente baixo, como seria de esperar em uma economia do porte da brasileira. Os preços dos bens e serviços não-comerciáveis, e em especial os salários, demoram a referenciar-se ao dólar, em que pesem a inflação alta e as sucessivas violências a que foi submetido o sistema de indexação doméstico. Isso favorece o surgimento de defasagens cambiais toda vez que o governo se anima a lançar uma âncora cambial, a

exemplo do que ocorreu quando da prefixação cambial de 1980 ou durante o Plano Cruzado, em 1986.

Como não se consegue, além disso, negociar apoio oficial externo em quantidade compatível com o tamanho da economia e das suas necessidades de financiamento pós-estabilização, os déficits de balanço de pagamentos em transações correntes passam a ser financiados, na melhor das hipóteses, com a tomada de recursos nos mercados financeiros internacionais, geralmente por prazos curtos e pagando *spreads* elevados. O resultado acaba sendo uma crise de balanço de pagamentos e a impossibilidade de continuar sustentando a taxa cambial fixada ou prefixada.

Se a âncora cambial vem acompanhada de um compromisso com a conversibilidade e de medidas de liberalização do mercado cambial, tais como a eliminação de controles sobre o movimento de capitais, a posição do setor externo torna-se potencialmente ainda mais frágil. Nessas condições, ao crescimento do déficit em transações correntes se adiciona uma maior volatilidade da conta de capitais do balanço de pagamentos, o que pode contribuir para apressar o colapso cambial.

Não é incomum que mesmo defensores do *currency board* ou de esquemas parecidos de reforma monetária costumem ressaltar que essas opções não são apropriadas para economias maiores. Veja-se, por exemplo, o que afirma a respeito Robert Mundell:

Acredito que um sistema de *currency board* representa uma opção interessante para países pequenos que podem amarrar as suas moedas a um vizinho maior. (...) Para países pequenos os preços internacionais estão fixos e a taxa de câmbio se torna a variável mais importante, à qual as outras variáveis podem se adaptar.

É uma opção menos atraente para países maiores (...) [nos quais] os bens internacionais representam uma parcela menor da produção total e é menos claro que todos os preços devam ser levados a se adaptar aos preços internacionais.

Para economias muito grandes e fechadas, a participação dos bens internacionais pode ser tão pequena que o sistema de *currency board* seria o famoso caso do rabo abanando o cachorro³¹.

A estrutura do comércio exterior do Brasil torna a economia particularmente vulnerável aos problemas de balanço de pagamentos freqüentemente associados à âncora cambial. Como o comércio internacional brasileiro é bastante diversificado do ponto de vista geográfico, corre-se o risco de pagar um preço elevado, se o governo estabelece uma vinculação rígida com a moeda de determinado país. Nessas condições, o ônus decorrente da perda de autonomia cambial é maior do que no caso de uma economia comercialmente integrada à economia emissora da moeda âncora. Como os Estados Unidos absorvem apenas 20% a 25% das exportações do Brasil, o dólar pesa bem menos na formação da “cesta” de moedas relevantes para a moeda brasileira do que, por exemplo, na da moeda mexicana ou na da maioria das moedas centro-americanas. Uma forte valorização internacional do dólar (e a conseqüente automática valorização da moeda brasileira em relação a outras moedas importantes) se associaria à inevitável apreciação real da taxa bilateral com o dólar para produzir perda acentuada de competitividade externa.

Em resumo, diferentemente do que às vezes se supõe, o Brasil não se ajusta ao figurino da dolarização, aplicável, quando muito, a economias como as centro-americanas, pequenas e comercialmente integradas aos Estados Unidos.

Bibliografia

- AUERNHEIMER, Leonardo, “Inflation and Foward Looking Markets in Brazil”, mimeo., Report to the World Bank, out. 1991.
- BATISTA Jr., Paulo Nogueira, “Reforma monetária com âncora interna: uma alternativa à dolarização”, *Indicadores Econômicos FEE*, v. 21, n° 2, ago. 1993.

³¹ MUNDELL, Robert, “Currency Boards...”, op. cit., p. 45.

- _____, “Dolarização, âncora cambial e reservas internacionais”, *Revista de Economia Política*, v. 13, nº 3, jul./set. 1993.
- _____, “A armadilha da dolarização”, *Estudos Econômicos*, v. 23, nº 3, set./dez. 1993.
- _____, *A Economia como Ela é...*, São Paulo, Boitempo Editorial, 2000.
- BENNET, Adam G. G., “The Operation of the Estonian Currency Board”, mimeo., International Monetary Fund, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, PPAA/92/3, dez. 1992.
- CALVO, Guillermo A. & VÉGH, Carlos A., “Currency Substitution in Developing Countries: An Introduction”, mimeo., International Monetary Fund, IMF Working Paper, WP/92/40, maio 1992.
- CAVALLO, Domingo, “The Convertibility Plan”, in “Conference on Currency Substitution and Currency Boards”, mimeo., World Bank, Washington D.C., 27-28 jan. 1992.
- DEUTSCHE BUNDESBANK, *Monatsbericht*, out. 1992.
- _____, *Monatsbericht*, ago. 1993.
- EDITORA ABRIL, *Almanaque Abril*, São Paulo, 1999.
- _____, *Almanaque Abril – Mundo*, São Paulo, 2000.
- FISCHER, Stanley, “Seigniorage and the Case for National Money”, in Stanley Fischer, *Indexing, Inflation and Economic Policy*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press, 1986.
- _____, “Seigniorage and Dollarization”, in “Conference on Currency Substitution and Currency Boards”, mimeo., World Bank, Washington D.C., 27-28 jan. 1992.
- FUNDACIÓN CEDEAL, *Situación Latinoamericana*, ano 1, nº 6, Madrid, dez. 1991.
- GHOSH, Atish R., GULDE, Anne-Marie & WOLF, Holger C., “Currency Boards: The Ultimate Fix?”, mimeo., International Monetary Fund, IMF Working Paper, WP/98/8, jan. 1998.
- HAMMOND INCORPORATED, *Hammond Atlas of the World – Concise Edition*, Maplewood, New Jersey, 1993.

- HANKE, Steve & SCHULER, Kurt, “Currency Boards for Latin America”, in “Conference on Currency Substitution and Currency Boards”, mimeo., World Bank, Washington D.C., 27-28 jan. 1992.
- HANKE, Steve, JONUNG, Lars & SCHULER, Kurt, *Russian Currency and Finance: A currency board approach to reform*, London, Routledge, 1993.
- HANSON, James, “Argentina’s Quasi-Currency Board”, in “Conference on Currency Substitution and Currency Boards”, mimeo., World Bank, Washington D.C., 27-28 jan. 1992.
- HANSSON, Ardo H., “The Estonian Kroon: Experiences of the First Year”, mimeo., paper prepared for the CEPR conference on “The Economics of New Currencies”, Landeszentralbank in Hessen, Frankfurt, 28-29 jun. 1993.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND, “Estonia – Recent Economic Developments”, mimeo., European II Department, 17 mar. 1993.
- KARNER, Marge, “Chaos in the Ruble Zone: A Currency Board Solution”, mimeo., Washington D.C., The Heritage Foundation, mar. 1993.
- LAL, Deepak, “Notes on Money, Debt and Alternative Monetary Regimes for Brazil”, *mimeo.*, paper prepared for the Development Policy Group in the Vice President of Economics Office of the World Bank, jan. 1993.
- Law of the Republic of Estonia on the Security of the Estonian Kroon, Supreme Council, Republic of Estonia, maio 1992, tradução não-oficial reproduzida como anexo a Hansson (1993, p. 22).
- Lei de Conversibilidade do Austral, *Revista de Economia Política*, v.11, nº 4, out./dez. 1991.
- MARX, Karl, *Das Kapital: Kritik der politischen Ökonomie*, Drittes Buch, Frankfurt/M, Verlag Ullstein, 1971 (1ª ed. 1894).
- MELTZER, Allan H., “Inflation and Money in Brazil”, mimeo., World Bank, abr. 1991 (rev. ago. 1991).

- MILL, John Stuart, *Principles of Political Economy*, Fairfield, Augustus M. Kelley Publishers, 1976 (1^a ed. 1848).
- MUNDELL, Robert, “Currency Boards, Fixed Exchange Rates and Monetary Discipline”, in “Conference on Currency Substitution and Currency Boards”, mimeo., World Bank, Washington D.C., 27-28 jan. 1992.
- _____, “Discussion”, in “Conference on Currency Substitution and Currency Boards”, mimeo., World Bank, Washington D.C., 27-28 jan. 1992.
- OSBAND, Kent & VILLANUEVA, Delano, “Independent Currency Authorities: an Analytic Primer”, mimeo., International Monetary Fund, IMF Working Paper, WP/92/50, jul. 1992.
- RESENDE, André Lara, “Sem moeda forte, não se tem nada”, *Exame*, São Paulo, 8 jul. 1992.
- RODRIGUEZ, Carlos Alfredo, “Inflation in Brazil”, mimeo., World Bank, maio 1991.
- SAAVALAINEN, Tapio, “Estonia Stabilizes Economy Through a Currency Reform”, *IMF Survey*, International Monetary Fund, 14 dez. 1992.
- SILVA, Adroaldo Moura da, “Em busca da estabilidade de preços”, *Informações Fipe*, n° 145, set./out. 1992.
- SUMMERS, Larry, “Rules, Real Exchange Rates and Seigniorage”, in “Conference on Currency Substitution and Currency Boards”, mimeo., World Bank, Washington D.C., 27-28 jan. 1992.
- UNITED STATES CONGRESS, “Foreign Operations, Export Financing and Related Programs Appropriations Act, 1993”, *United States Code Congressional and Administrative News*, v. 2, Public Law 102-391, St. Paul, West Publishing Co., 1992.
- WALTERS, Alan, “Currency Boards”, in John Eatwell, Murray Milgate & Peter Newman (orgs.), *The New Palgrave Money*, London, The Macmillan Press, 1989.

Dolarização: Significado e Conseqüências

_____, Alan, “History of Currency Boards”, in “Conference on Currency Substitution and Currency Boards”, mimeo., World Bank, Washington D.C., 27-28 jan. 1992.

WILLIAMSON, John, *What Role for Currency Boards?*, Policy Analyses in International Economics, n° 40, Washington D.C., Institute for International Economics, set. 1995.

WORLD BANK, “Conference on Currency Substitution and Currency Boards”, mimeo., World Bank, Washington D.C., 27-28 jan. 1992.

_____, *Money, Debt, Inflation and Forward-Looking Markets in Brazil*, Report n° 10286-BR, LAC, dez. 1992.

_____, *Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards*, ed. por Nissan Liviatan, World Bank Discussion Papers, 207, Washington, D.C., out. 1993.