

GUILHERME AMORIM

**DOLARIZAÇÃO DE MERCADOS EMERGENTES: ESTABILIZAÇÃO PERENE OU
PAZ DE CEMITÉRIOS?**

**Monografia, Curso de Economia, Setor
de Ciências Sociais Aplicadas,
Universidade Federal do Paraná.**

Orientador: Prof. José Luís Oreiro

CURITIBA

2003

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	1
2 PRECEITOS TEÓRICOS	3
2.1 MERCADOS EMERGENTES	3
2.2 REGIMES CAMBIAIS EM ECONOMIAS ABERTAS.....	4
2.2 CURRENCY BOARDS E DOLARIZAÇÃO	5
2.3 A ESTABILIDADE DE CALVO	6
3 CASOS RECENTES	13
3.1 A EXPERIÊNCIA EQUATORIANA	13
3.2 A EXPERIÊNCIA SALVADORENHA	15
4 VULNERABILIDADES	19
5 CONCLUSÃO	23
REFERÊNCIAS	26

RESUMO

Esse trabalho tem como objetivo discutir a eficácia do processo de dolarização como ferramenta de estabilização econômica nos chamados mercados emergentes. Essas economias periféricas, recentemente integradas ao sistema financeiro internacional e altamente dependentes de fluxos de capital externos, abdicariam da moeda local em troca da credibilidade do dólar. A disciplina macroeconômica exigida pelo modelo garantiria a estabilidade no longo prazo. O trabalho examina, a seguir, os reflexos da falta de autonomia local na execução da política monetária e das restrições impostas sobre as políticas fiscais. Procura-se, então, definir quais os desafios e vulnerabilidades que devem ser enfrentados ao longo do processo, bem como as incertezas envolvendo o desempenho dessas economias no longo prazo.

1. Introdução

Há mais de 50 anos o dólar norte-americano vem assumindo o papel de moeda internacional. Antes da Primeira Guerra Mundial essa função era desempenhada pela libra inglesa, mas após o final da Segunda Guerra Mundial o processo de difusão do dólar ganhou força graças ao desequilíbrio no balanço comercial dos Estados Unidos. Desde os anos 50 esses déficits estimulam o comércio internacional e inundam o planeta com dólares. É natural, portanto, que aconteça uma procura por dólares quando a função de reserva de valor não é mais capaz de ser cumprida por moedas nacionais.

Os chamados mercados emergentes são países que realizaram aberturas institucionais significativas nas últimas duas décadas e que dependem de poupança externa para garantir algum grau de competitividade de seus produtos no comércio internacional. A liquidez dos sistemas domésticos de crédito dos mercados emergentes também depende, preponderantemente, desses fluxos de capital.

Esses mercados geralmente recorrem a ajustes fiscais ortodoxos para conter a inflação e para equilibrar o balanço de pagamentos. Quando as autoridades monetárias desses países são incapazes de alcançar resultados que dêem confiança a seus credores e potenciais investidores externos, seus sistemas monetários estão em risco. A aversão ao risco de crédito gera uma fuga de capitais que aumenta esse risco em um círculo vicioso. Uma das facetas desse processo é a indexação de preços e salários às variações cambiais em economias onde os indexadores domésticos deixam de ser confiáveis. A moeda nacional perde sua função de unidade de conta, torna-se mero meio de pagamento.

Quando as autoridades monetárias de um mercado emergente têm sua credibilidade exaurida, nem mesmo empréstimos emergenciais junto a organismos multilaterais - FMI e BIRD, por exemplo – são capazes de assegurar sua capacidade como emprestadores de última instância. Ao considerar a dolarização de sua economia, o mercado em crise abdica do direito de emitir sua própria moeda na esperança de que a credibilidade emprestada do dólar lhe garanta estabilidade.

Esse modelo de estabilização tem como benefícios o fim de ataques especulativos e a garantia de que o governo não emitirá moeda para financiar planos populistas. Em compensação, a emissão de moeda para salvar o sistema

financeiro nacional em um momento de crise ou como instrumento de combate à recessão também é descartada.

Partindo da premissa keynesiana de que moeda forte e economia forte são conceitos diferentes, esse trabalho tentará definir quais as restrições do modelo e quais os efeitos de sua implantação no longo prazo. A análise se concentrará nas economias que, sob grave crise de confiabilidade, adotaram o dólar como moeda nacional – casos de Equador e El Salvador. A maior parte da literatura sobre o processo de *full dollarization* vale-se do caso panamenho para estudar o modelo. Esse trabalho não abordará a dolarização do Panamá porque ela ocorreu como parte do processo de independência política do país – em 1904 separou-se da Colômbia. O caso não representa, portanto, um plano de estabilização política e liberalização financeira como o que será analisado a seguir.

O capítulo denominado Preceitos Teóricos irá abordar alguns conceitos utilizados na discussão da eficácia do modelo. Serão definidos os principais termos envolvidos na literatura sobre o tema: mercados emergentes, *currency boards* e dolarização. No mesmo capítulo será realizada uma recapitulação do modelo teórico IS-LM-BP, com particular atenção sobre as diferenças de regimes cambiais em economias abertas. O capítulo termina com a exposição das idéias do economista argentino Guillermo A. Calvo sobre o tema, sendo ele o maior defensor da dolarização.

O capítulo seguinte, Casos Recentes, examinará os planos de estabilização implantados no Equador e em El Salvador, expondo da melhor maneira possível as circunstâncias em que a dolarização foi efetuada. Baseando-se em dados estatísticos dos respectivos bancos centrais e do Banco Mundial, o texto procurará sublinhar as limitações práticas para a manutenção do modelo no longo prazo.

O capítulo batizado como Vulnerabilidades procurará definir os efeitos colaterais da dolarização e as limitações impostas pela irreversibilidade do processo.

2. Preceitos Teóricos

2.1. Mercados Emergentes

O termo *mercados emergentes* identifica países que dependem de fluxos externos de capital, mantêm moeda própria, e sofreram crises cambiais virtualmente imprevisíveis – seguidas por desaceleração no crescimento. Esses países realizaram reformas institucionais a partir do final da década de 1980 que lhes permitiram abrir suas economias comercial e financeiramente, integrando-se ao mercado financeiro internacional.

Os fluxos de capital são atraídos para os emergentes pela expectativa de retorno mais elevado do que nas suas economias de origem. Esse capital se divide entre a alternativa de juros de títulos públicos e privados e a alternativa de investimentos diretos para expansão e aquisição de ativos produtivos. Geralmente o ingresso de capital externo compensa déficits em conta corrente. Para CALVO (1999b) esses déficits, mesmo que crescentes, não representam um problema de longo prazo desde que correspondam à realização de investimentos produtivos – não aumento de consumo.

Grandes fluxos de capital tendem, ainda, a provocar a valorização de ativos (ações, títulos, bens de capital, imóveis) nos mercados emergentes, gerando pressão inflacionária. Ao mesmo tempo, a entrada de divisas pressiona a taxa real de câmbio, valorizando-a em regimes flutuantes. A valorização da moeda local reduz a competitividade externa e, novamente, agrava eventuais déficits em conta corrente.

O receio de que ocorra uma reversão nos fluxos de capital pressiona os mercados emergentes a buscarem credibilidade perante os olhos dos investidores externos. Como eventuais variações positivas das taxas de juros dos mercados centrais provocam uma fuga de capitais dos mercados periféricos, essa credibilidade representa a relação retorno/ risco que impeça a reversão nos fluxos de capital. A natureza volátil desses fluxos impõe, entretanto, o constante monitoramento de indicadores que medem essa credibilidade: inexistência de expectativas inflacionárias e equilíbrio entre política fiscal e política monetária. São precisamente essas as características do modelo de dolarização de mercados emergentes, o

movimento mais drástico que uma economia pode realizar em busca de credibilidade.

2.2. Regimes cambiais em economias abertas

Como os mercados emergentes passaram por reformas institucionais que permitiram a integração da economia local ao sistema financeiro internacional, existindo pouca ou nenhuma restrição a movimentos de capital, revisaremos nessa seção do capítulo o modelo IS-LM-BP em que a curva do balanço de pagamentos ($BP = 0$) é horizontal no nível de taxas de juros externos.

No modelo de uma economia com perfeita mobilidade de capital e sob taxas de câmbio fixas, a autoridade monetária local não pode realizar uma política autônoma. As taxas de juros locais não podem se descolar das taxas praticadas internacionalmente. Flutuações na taxa de juros provocam entradas e saídas de capital que exigem intervenções até que ocorra um realinhamento das mesmas.

Assim, caso a autoridade monetária decidisse realizar uma política expansionista, não haveria aumento de produto. Haveria, entretanto, perda de reservas pela necessidade da autoridade monetária compensar a fuga de capitais. Já a política fiscal expansionista é bastante eficiente nesse caso. O deslocamento da IS para a direita, elevando renda e taxa de juros, provocaria uma entrada de capitais – gerando novo efeito expansionista pelo deslocamento da LM.

No modelo de taxas de câmbio fixas e livre mobilidade de capitais percebe-se, então, que os superávits no BP provocam uma automática expansão monetária e os déficits provocam contração. Maior gasto público não provoca alterações na taxa de juros, uma vez que o ajuste ocorre via quantidade de moeda em circulação. Portanto, não há redução de investimentos (*crowding out*), mas o perfeito funcionamento do multiplicador keynesiano.

No modelo de taxas de câmbio flutuantes e livre mobilidade de capital, a autoridade monetária não intervém no mercado cambial. Para que haja equilíbrio no balanço de pagamentos, os eventuais déficits em conta corrente devem ser compensados por entradas de capital. Caso as taxas de juros locais estejam abaixo da taxa de juros internacional, há fuga de capitais e depreciação da moeda local. Essa desvalorização encarece as importações e torna os produtos locais mais

competitivos no mercado internacional, deslocando a IS para a direita. Caso as taxas de juros locais estejam superiores à taxa de juros internacional, há uma entrada de capitais que valoriza a moeda local – provocando perda de competitividade comercial.

Sob taxas de câmbio flutuantes e livre mobilidade de capital, uma política monetária expansionista é eficaz. A desvalorização provocada pela expansão monetária provoca aumento no saldo de transações correntes e a demanda por produtos locais. Já uma política fiscal expansionista provoca valorização da moeda local, sendo ineficaz porque seus efeitos sobre a renda são anulados por uma queda das exportações.

2.3. *Currency boards* e dolarização

É necessário, antes que sejam estipulados os preceitos teóricos da dolarização, explicitar a distinção entre esse processo e a utilização de *currency boards*.

A adoção de *currency board* como mecanismo de política cambial significa que a economia em questão passa a operar com taxas de câmbio fixas em relação a moedas fortes, âncoras, notadamente o dólar. A autoridade monetária responsável por tal relação monitora o volume de fluxos de capital, tendo a responsabilidade de manter um volume de reservas que garanta a conversibilidade. Como o mecanismo exige que a emissão de moeda local seja lastreada por volume equivalente de reservas, ajustes quase automáticos sobre o balanço de pagamentos são gerados: um déficit contrai a oferta de moeda e provoca a contração de gastos. Geralmente as economias que adotam o sistema mantêm um nível de reservas superior à base monetária, com uma margem de segurança para a eventualidade de desvalorização de títulos-lastro. A credibilidade dessa relação é usualmente reforçada por lei que a institucionaliza, como em Hong Kong e Argentina. *Currency boards* mais ortodoxos estendem o conceito de completa conversibilidade a contas correntes e investimentos financeiros, pressupondo também grande liberdade de movimentação de capital. Essas visões mais ortodoxas do modelo também pressupõem que a autoridade monetária abdique do papel de emprestadora de última instância.

A manutenção do uso da moeda local em circulação como meio de pagamento garante à autoridade monetária os rendimentos com senhoriagem – diferença entre o valor de face e o custo de produção da moeda. Esses ganhos, por menores que sejam, são transferidos ao Tesouro dos EUA quando uma economia é dolarizada.

Exige-se das economias que fazem uso de *currency boards* grande disciplina fiscal. Desequilíbrios no balanço de pagamentos e queda do nível de reservas as tornam alvos óbvios para ataques especulativos. Esse é o calcanhar de Aquiles do sistema: como a utilização de moeda local permite que a relação com a âncora seja alterada ou abandonada – a despeito de restrições legais -, o receio de que haja desvalorização provoca uma corrida contra a moeda local e fuga de capitais. A quebra da paridade, como fruto de uma profecia auto-realizável, é geralmente justificada pela ausência de confiança na autoridade monetária. Sob esse ponto de vista, a confiabilidade de uma economia depende da força de sua moeda. A dolarização como ferramenta de estabilização é reflexo dessa mentalidade.

2.4. A Estabilidade de Calvo

O modelo teórico que esse trabalho estuda, que Guillermo A. Calvo denomina *full dollarization*, pressupõe o completo abandono da moeda local e a adoção do dólar em todas as funções típicas da moeda.

CALVO (1999b, p. 13) acredita que a dolarização elimina o risco cambial dos investimentos externos, ao mesmo tempo em que minimiza a assimetria de informações entre investidores locais e estrangeiros. Os custos de monitoramento dos dados macroeconômicos seriam drasticamente reduzidos caso os investidores não estivessem constantemente receosos de que uma desvalorização da moeda é premente. Assim, um aumento na demanda por empréstimos em moeda local pelos investidores locais sugere aos investidores internacionais, assumidamente pior informados, que haverá uma desvalorização cambial.

A assimetria de informações em mercados emergentes é resultado, na visão de CALVO (1999b, p. 6), da combinação de três fatores:

- A abertura das economias em questão é relativamente recente, tendo sido realizada, na maioria dos casos, em períodos de liquidez no mercado internacional – não havendo grandes restrições sobre os dispêndios governamentais. A incerteza sobre a eficiência dessas reformas exige dos investidores um custo de monitoramento superior ao gasto em mercados centrais;

- Possibilidade de intervenção do Estado. Mercados emergentes cujo crescimento foi fomentado por investimentos estatais e políticas fiscais protecionistas foram incapazes de prever – e se protegerem – de colapsos financeiros. Após a crise de 1997, os arranjos institucionais que protegiam esses mercados, sobretudo os asiáticos, têm sofrido alterações freqüentes que precisam ser acompanhadas;

- O custo de amealhamento de informações é relativamente grande em pequenas economias que executam políticas monetárias independentes. Embora as análises financeiras externas dependam de outras variáveis locais, a dolarização reduziria a incerteza das mesmas.

O problema de assimetria de informações seria, então, radicalmente minimizado pela certeza de que a política monetária local é a mesma dos Estados Unidos. Essa previsibilidade estimularia os investidores a buscarem, ao longo do tempo, informações mais específicas sobre a realidade do mercado emergente.

A dolarização é uma versão extrema do regime de câmbio fixo, e CALVO (1999c, p. 1) a considera a política monetária mais consistente na batalha que os mercados emergentes travam contra a volatilidade dos fluxos de capital, fragilidade financeira e dificuldades na obtenção de empréstimos externos. Nesse contexto, choques no fluxo de capitais são choques nominais e reais. A comparação entre a eficiência da dolarização e a da livre flutuação cambial é realizada com o auxílio do modelo Mundell-Fleming.

$$Y = \alpha e + u \quad (\text{IS})$$

$$m = Y + v \quad (\text{LM})$$

O produto doméstico (Y), a taxa de câmbio nominal (e), e o estoque nominal de moeda (m) são expressos em logaritmos. As variáveis estocásticas u e v são

consideradas exógenas e α é um parâmetro positivo. O nível de preços associado a essa produção doméstica é considerado constante. Na curva IS, os efeitos de uma variação nas taxas de juros estão incluídos na variável u . Na curva LM, a demanda por moeda é considerada unielástica em relação ao produto e os efeitos da variação na taxa de juros estão agregados em v .

No sistema de câmbio fixo a taxa de câmbio nominal (e) é constante, Y e m são endógenos. No sistema de câmbio flutuante, m é considerado constante, sendo e e Y endógenos. Então, no sistema de câmbio fixo tem-se:

$$\text{var } Y = \sigma_u^2, \text{ var } e = 0$$

No sistema de câmbio flutuante, onde σ_u e σ_v representam o desvio-padrão de u e v , e ρ representa o coeficiente de correlação entre u e v tem-se:

$$\text{var } Y = \sigma_v^2, \text{ var } e = (1/\alpha^2) (\sigma_u^2 + \sigma_v^2 + 2\rho\sigma_u\sigma_v)$$

O objetivo é determinar o regime de câmbio que minimize $\text{var } Y$. A volatilidade de choques reais é definida por σ_u^2 e a volatilidade de choques nominais é dada por σ_v^2 . Assim, o regime de câmbio fixo é mais eficiente que o flutuante caso a volatilidade de choques nominais seja maior do que a volatilidade de choques reais.

Embora a mobilidade de capital seja a peça-chave desses choques, é preciso distingui-los. Choques reais são aqueles associados ao preço de termos de troca, gerando desequilíbrios na conta de transações correntes. Os choques mais freqüentes a partir da década de 1980 têm origem no mercado de capitais, são choques nominais que desequilibram a conta de capital em movimentos de fuga alimentados por noções de contágio e comportamento de manada dos investidores. Crises financeiras produzem quedas tanto na demanda agregada quanto na demanda por moeda, havendo uma correlação entre choques reais e nominais ($\rho > 0$).

Flutuações repentinas na taxa de câmbio nominal (e) provocam variações nos preços dos insumos das cadeias produtivas locais e geram impacto sobre os

empréstimos denominados em moeda estrangeira. Essas dificuldades podem anular quaisquer efeitos positivos da desvalorização sobre a balança comercial. Em mercados emergentes é freqüente o uso de moeda estrangeira como substituta da moeda local na função de meio de troca. Essa prática é tanto mais freqüente quanto maiores são os depósitos e empréstimos bancários denominados em moeda estrangeira. Em economias com taxas de câmbio voláteis há a tendência, portanto, de que os setores produtivos cujos preços não estão indexados sejam preteridos no mercado de crédito em moeda estrangeira. O setor de serviços e os setores industriais que não têm os preços indexados são altamente dependentes de crédito bancário nos mercados emergentes.

A dolarização seria mais vantajosa para uma economia quão maior for o volume de dívidas – públicas e privadas – denominado em dólares. A maioria dos mercados emergentes depende de poupança externa e aqueles com déficit na conta de transações correntes têm níveis crescentes de endividamento em dólares. São, portanto, altamente vulneráveis à desvalorização. Em períodos de crise cambial a situação geralmente é agravada por ajustes fiscais, com alíquotas crescentes e arrecadação declinante – gerando um efeito recessivo. Outro efeito recessivo, que atinge todos os setores produtivos, é o aumento das taxas de juros com o objetivo de minimizar a fuga de capitais e conter variações no nível de preços.

A dolarização elimina o risco de desvalorização e diminui radicalmente a possibilidade de contágio por crises em outras economias. A credibilidade do processo poderia ser solidificada, na visão de Calvo (U. S. CONGRESS, 1999), por um tratado com os Estados Unidos para compartilhamento de senhoriagem.

O processo de *full dollarization* seria implantado com a base monetária em moeda local sendo completamente lastreada com títulos do Tesouro dos Estados Unidos. Ao transformar esses títulos em notas de dólar a serem postas em circulação substituindo a moeda local, a economia dolarizada perderia os dividendos pagos. O tratado que o modelo propõe estabeleceria que a maior parte desses dividendos fosse cedida à economia dolarizada, pelos Estados Unidos, na forma de transferência. Essa transferência seria utilizada pelo Banco Central dolarizado como garantia para obtenção de empréstimos no caso de uma crise bancária. Esse fundo anticrise seria gerido por um comitê com participação norte-americana, e o Federal Reserve teria liberdade de supervisionar o sistema bancário do mercado dolarizado.

Esse processo seria fiscalmente vantajoso para os Estados Unidos à medida que parte de sua dívida seria abatida na troca de títulos por notas de dólar. A economia dolarizada perderia parte dos dividendos dos títulos, mas esse valor não seria necessariamente alto. A eliminação do risco de crise cambial mais do que compensaria a perda de senhoriagem no mercado emergente. Quatro outros supostos problemas da dolarização seriam a ausência de um prestador de última instância, a falta de independência na execução da política monetária, a vulnerabilidade frente a choques assimétricos e a deflação das dívidas.

Incapaz de imprimir moeda, a autoridade monetária de uma economia dolarizada não teria condições de conter uma crise financeira através do aumento de liquidez no sistema. CALVO (1999a, p. 1) ressalta a existência de meios alternativos para injetar liquidez no sistema financeiro em caráter emergencial. A primeira opção, supracitada, seria a criação de um fundo de estabilização com os recursos oriundos do swap de títulos do Tesouro dos Estados Unidos através de um tratado. Um segundo fundo poderia ser criado com recursos próprios, através da acumulação de reservas. A terceira opção seria a criação de linhas de financiamento junto a bancos privados. Essas linhas de crédito teriam taxas menores para economias dolarizadas pela ausência de risco de desvalorização e os bancos lançariam essa contingência em seus balanços. Essas instituições poderiam, inclusive, obter linhas de crédito junto às suas matrizes ou junto a parceiros internacionais (U. S. CONGRESS, 1999). A maior facilidade de contrair empréstimos não assegura, necessariamente, que a economia dolarizada esteja livre de crises associadas à falta de competitividade da produção local.

Sem liberdade na formulação da política monetária, a desvalorização da moeda não poderia ser utilizada para melhorar a competitividade. Preços e salários cairiam em um processo que levaria a menores níveis de produção e emprego. CALVO (1999b, p. 8) cita Sebastian EDWARDS ao afirmar que, na América Latina, desvalorizações cambiais tiveram efeitos contracionistas. Desvalorizações em mercados emergentes são geralmente acompanhadas por aumento nas taxas de juros, o que anularia os ganhos de competitividade. Como grande parte do setor produtivo está endividado em dólares, a desvalorização cambial geraria falências (como na Indonésia em 1997).

A eventual falta de competitividade teria que ser compensada, no modelo de *full dollarization*, através de política fiscal/ comercial. Tarifas sobre importações e subsídios às exportações resolveriam o problema. Essas tarifas e subsídios deveriam ter alíquotas uniformes e caráter temporário, sendo eliminadas ao longo do tempo. Algumas características que tornam esse mecanismo de ajuste preferível à desvalorização nominal da moeda:

- Há um teto natural para as alíquotas, uma vez que acima de certo percentual perde-se receita através de fraude fiscal e contrabando;
- Os valores reais de dívidas e ativos não são afetados, reduzindo o risco de falências;
- Uma política com alíquota única de importação, ou subsídio, gera aumento de arrecadação caso o país tenha um déficit na balança comercial.

A execução de tais políticas muito provavelmente geraria conflitos, principalmente dentro da esfera de blocos comerciais. Os Tratados que regulam o funcionamento desses blocos – ou zonas de comércio preferencial – normalmente inibem a alteração unilateral de tarifas ou subsídios. Portanto, a utilização de tais mecanismos exigiria algum rearranjo institucional.

CALVO (1999b, p. 10) acredita que a maior ameaça a uma economia dolarizada é a deflação de dívidas, especialmente em países com grande abertura comercial e cujos termos de troca sofram variações independentemente do nível de preços dos EUA (petróleo, cobre, etc.). Um colapso nos preços relativos de uma economia dolarizada não provocaria qualquer resposta da política monetária norte-americana.

A deflação das dívidas não pode ser remediada via desvalorização quando as empresas locais têm seu passivo dolarizado. Uma desvalorização da moeda não melhoraria a situação de setores cuja produção tem preços definidos pelo mercado externo, mas agravaria o problema nos demais ramos da economia. Os imóveis, por exemplo, teriam seus preços relativos reduzidos com uma desvalorização cambial. Como medidas preventivas, o governo deveria exigir que as empresas realizassem provisões para pagamento de dívidas que acompanhassem os aumentos nos preços de seus produtos. O governo também deveria incentivar o crescimento de mercados futuros de títulos imobiliários e de mercadorias importantes na composição do índice

de preços ao consumidor. Assim, os tomadores de empréstimos locais poderiam fazer *hedge*.

Para DORNBUSCH (2001, p. 9), tanto o modelo de *currency boards* como o de *full dollarization* são medidas extremas, utilizadas quando tudo mais falhou. Nessa visão, a utilização dessas políticas cambiais como mecanismos emergenciais de controle de preços desvirtuam o que deveriam ser estratégias de integração econômica de longo prazo.

Dornbusch acreditava na convergência em direção a moedas regionais. Para economias dolarizadas, os Estados Unidos aceitaria assumir algum papel como prestador de última instância e compartilharia senhoriagem. Essas medidas ocorreriam à medida que os norte-americanos reconhecessem os ganhos de um sistema financeiro internacional menos propenso a riscos. Ele acreditava que a adoção unilateral de um *currency board* era tão vantajosa para um país como a liberalização comercial unilateral.

3. Casos Recentes

3.1. A Experiência Equatoriana

A dolarização no Equador evoluiu a partir da fixação da taxa de câmbio, que estabelecia uma paridade de 25.000 sucres por dólar em 9 de janeiro de 2000. Essa paridade ganhou força de lei em março do mesmo ano. Esse plano de estabilização de preços foi reflexo dos péssimos resultados econômicos de 1999. Nesse ano, a baixa no preço do petróleo e a quebra na safra de commodities agrícolas pelo *El Niño* geraram uma crise bancária sem precedentes no país e a moratória da dívida externa.

A Lei de Transformação Econômica do Equador não extinguiu formalmente o papel do sucre como moeda nacional – uma reforma constitucional precisa ser realizada para tanto. A Lei aprovada permite a circulação de moeda estrangeira e garante sua livre transferência para fora do país. A Lei estabeleceu que contabilidade e contratos devem ser realizados em dólares, proibiu a emissão de sucres pelo Banco Central e exigiu a retirada de circulação dos sucres trocados por dólares. Em meados de 2003 ainda havia uma pequena quantidade de sucres em circulação, completamente lastreada em dólares, com o propósito de fornecer troco em operações de pequeno valor.

A Lei também estipulou limitações fiscais ao governo equatoriano. Segundo a mesma, o orçamento submetido ao parlamento local não pode apresentar um déficit superior a 2,5% do PIB. A média de três anos do orçamento deve apresentar um superávit ou, pelo menos, estar em equilíbrio. A variação nos gastos do governo, de um ano fiscal para outro, não pode ser superior a 5% do PIB. A Lei prevê ainda que, no caso de uma receita fiscal extraordinária resultante da exportação de petróleo, uma parte dela seja destinada ao Fundo de Estabilização. Esse fundo foi criado com o objetivo de financiar projetos de infraestrutura e amortizar a dívida pública.

A mesma lei transformou empresas públicas de energia e telecomunicações em firmas de capital misto, permitindo que até 51% do capital dessas sejam de propriedade privada. O Código de Trabalho equatoriano também sofreu algumas alterações. As mais relevantes foram a introdução de contratos de trabalho

expressos em horas e o estabelecimento de um salário mínimo de 50 centavos/hora.

Dados do Banco Central do Equador e do Banco Mundial explicam como o processo se desenrolou a partir daí. A rigidez cambial e posterior dolarização do Equador não provocaram uma rápida desaceleração da inflação. Na verdade, o índice nacional de nível de preços em 2000 teve uma variação de 91%. No ano de 1999 o mesmo índice alcançou 61% e em 1998 registrou inflação de 43%. A estabilização de preços foi progressiva: em 2001 a inflação desacelerou para 22,4% e, em 2002, chegou a 9,36%. Estima-se que em 2003 tenha caído para 6%. Essa lenta queda da inflação pode ser explicada pela grande desvalorização do sucre no período pré-dolarização - entre janeiro de 1999 e janeiro de 2000 a moeda local sofreu uma desvalorização de 244%. No mesmo período o índice que mede a variação de preços de insumos alcançou 268%. Esse ajuste de preços foi sendo repassado ao longo do tempo, com reflexos sobre o índice de preços de consumo.

Embora o acesso ao crédito internacional não fosse favorável ao Equador na época da dolarização, o Banco Central contava com um razoável nível de reservas graças ao alto preço do petróleo e à queda nas importações. O governo que assumiu em janeiro de 2000 conseguiu, com o auxílio técnico do Banco Mundial, o alongamento no prazo de vencimento dos títulos da dívida externa e a redução do valor de face de alguns títulos. Com isso, a relação dívida/ PIB caiu de 99,7% em 2000 para 75,5% em 2001. O montante atual da dívida (cerca de US\$ 13,5 bilhões), representa mais de 200% do valor das exportações anuais. O Equador se comprometeu a recomprar seus próprios títulos da dívida com vencimento até 2006. Esses títulos oferecem taxas de juros entre 4% e 10% (2006). Caso o serviço da dívida não seja pago ou a recompra dos títulos não seja realizada de acordo com o cronograma, os valores de face dos papéis podem voltar aos níveis pré-dolarização.

A liquidez interna foi reforçada no final de 2001, quando o Equador conseguiu fechar um acordo com o Fundo Monetário Internacional, o primeiro desde 1986. Estabeleceu-se uma linha de crédito de US\$ 300 bilhões e um empréstimo de US\$ 96 bilhões na assinatura do acordo.

O crescimento do PIB em 2000 (5,1%) e 2001 (3,4%) foi impulsionado pelos investimentos diretos externos na construção de um oleoduto, o Oleoducto de Crudos Pesados, e alguma recuperação no consumo. Houve, contudo, um aumento

no volume de importações (24,5% em 2000 e 45,1% em 2001) – gerando déficits na balança comercial e no saldo de transações correntes.

Para alcançar o equilíbrio no balanço de pagamentos, o governo equatoriano vem realizando ajustes fiscais – reduzindo subsídios em gás e combustíveis, elevando a alíquota do imposto sobre valor agregado e cortando gastos. Com a construção do novo oleoduto, o governo conta com a expansão da capacidade de exportação. Aproximadamente um terço das receitas governamentais dependem da exportação de petróleo e, portanto, da política da OPEP.

O crescimento do PIB e a austeridade fiscal não resolveram o problema da falta de crédito interno ao setor privado. O volume de crédito ofertado no final de 2002 representava a metade do que era ofertado em 1999. O trauma do default de 1999 e a ausência de um prestador de última instância provocaram uma postura bastante conservadora por parte dos bancos.

As sempre crescentes transferências dos migrantes equatorianos representam aproximadamente 10% do PIB e, ao contrário do que rezam manuais de macroeconomia, são vitais para o equilíbrio do balanço de pagamentos.

O problema de falta de diversificação na pauta de exportações é grave mas, no curto prazo, o governo local espera um crescimento substancial na exportação de bananas e camarões.

3.2. A Experiência Salvadorenha

O Banco Central de El Salvador passou a emitir moeda local, o colón, em agosto de 1934. Ela ficou atrelada ao dólar em um regime de câmbio fixo (2,5 colones por dólar) durante 50 anos, até a guerra civil dos anos oitenta. Durante a guerra o colón flutuou livremente e a desvalorização da moeda alcançou 5 colones por dólar em 1989 e 8 colones por dólar em 1991. A desvalorização da moeda não foi maior graças às transferências do governo dos EUA para que o exército salvadorenho combatesse a guerrilha. Entre 1979 e 1992 os EUA enviaram aproximadamente US\$ 3 bilhões para o governo local, segundo estimativas do Banco Mundial.

Um Tratado de Paz foi assinado em 1992 entre governo e guerrilha, o que permitiu a realização de eleições. Em 1993 o governo eleito começou a pôr em

prática um programa econômico apoiado pelos EUA, que anistiarão parte da dívida salvadorenha. Nessa época, de acordo com o Banco Mundial, os EUA compravam 64% das exportações salvadorenhas e 51% das importações de El Salvador eram originárias dos EUA. Esses números flutuaram pouco na última década. O programa reduziu o papel do Estado na economia, com privatizações e desregulamentações. As maiores transformações ocorreram no sistema bancário e no setor de telecomunicações. O colón voltou a ter uma paridade fixa com o dólar – SVC 8,73 por US\$ 1 – embora o Banco Central não oficializasse essa política.

Em 1995, no governo Calderon, a idéia de realizar um plano de *full dollarization* foi proposta pelo governo pela primeira vez, mas rechaçada pela oposição com os argumentos de que o país perderia sua identidade e de que a economia local não era forte o suficiente para tanto. Em novembro de 2000, o presidente Flores anunciou o plano de dolarização em cadeia de TV e conseguiu que o Congresso aprovasse – em uma semana - a legislação que a amparava. Os protestos da oposição ocorreram após a entrada em vigência da Lei de Integração Monetária, em 1º de janeiro de 2001, que efetivamente dolarizava o país. Contudo, os grandes terremotos de 13 de janeiro e 13 de fevereiro daquele ano acabaram com o movimento antidolarização – que exigia, ao menos, um plebiscito para a ratificação do plano.

A Lei fixou permanentemente o câmbio local em 8,75 colones por dólar. O dólar passou a ser a moeda oficial do país, mas pagamentos em colones continuam a ser aceitos – o Banco Central de Reserva espera que todos os colones saiam de circulação até o final de 2004. Desde 1º de janeiro de 2001, o Banco está proibido de imprimir moeda. Todos os depósitos, créditos e pensões foram automaticamente convertidos em dólares e exigiu-se que todos os registros contábeis não mais fossem denominados em colones.

Com toda a base monetária (aproximadamente US\$ 200 milhões) lastreada, troca de colones em poder do público por dólares foi realizada pelos bancos comerciais sem incidentes. Todos os bancos foram obrigados a lastrear completamente os depósitos com dólares. Essa reserva é guardada e fiscalizada pelo Banco Central, que declara desde 2001 estar buscando acordos para o estabelecimento de linhas de crédito emergenciais na eventualidade de uma crise de liquidez.

Parte da pauta salvadorenha de exportações sofre competição de países vizinhos que mantêm câmbio flutuante. Exportadores de café, algodão, açúcar, carne bovina, e fertilizantes têm perdido espaço no mercado internacional para produtores costarriquenhos. As principais indústrias exportadoras têm os EUA como maior cliente e atuam nas áreas de processamento de alimentos e bebidas, têxteis e componentes eletrônicos. A indústria têxtil vem tendo problemas para competir com exportadores chineses e brasileiros; a indústria eletrônica, apesar de operar com prejuízo por alguns anos, passou por um processo de modernização da sua linha de produção que deve garantir seus contratos com compradores dos EUA. Essa reestruturação, entretanto, eliminou aproximadamente metade dos empregos no setor. Em setembro de 2003 a inflação oficial era de 10%, com 60% dos assalariados recebendo menos de US\$ 140 por mês (US\$ 1.680 ao ano) - em um país com renda *per capita* de US\$ 4.700 ao ano (2002).

Apesar de calcadas em um modelo liberalizante, as reformas do Estado salvadorenho não alteraram as leis trabalhistas. Os investidores internacionais consideram os encargos trabalhistas salvadorenhos mais pesados do que aqueles praticados nos demais países centro-americanos.

Os efeitos dos terremotos de 2001 tornam uma análise linear do sucesso da dolarização difícil de ser realizada. Durante a redemocratização dos anos noventa, o PIB obteve taxa média de crescimento de 5%. Em 1999 houve crescimento de 3,4%, e em 2000 caiu para 2,1%. Em 2001, ano dos terremotos e da dolarização, o crescimento do PIB ficou em 1,8%. O crescimento em 2002 foi de 1,9% e estima-se que o de 2003 alcance 2,5%.

Em 1992 a inflação foi de 8,8% e se tornou declinante durante os anos noventa. Mesmo em 1998, quando o furacão Mitch acabou com a maior parte das plantações, elevando os preços relativos dos alimentos, ela não ultrapassou 4%. Seguindo a tendência, a inflação chegou a 0,4% em 1999. No ano 2000 a inflação alcançou 3,1% e mesmo após a dolarização tem permanecido nesse patamar: 2,7% em 2001, 1,7% em 2002, 2,9% estimados em 2003.

El Salvador tradicionalmente acumula déficits na balança comercial, mas a partir de 2001 os resultados foram particularmente negativos: US\$ 1,9 bilhão ao ano, de acordo com o Banco Central de Reserva. Esses déficits são contrabalançados no balanço de pagamentos pelas remessas de dólares realizadas pelos dois milhões de

salvadorenses que vivem nos EUA. Elas somam pouco menos de US\$ 2 bilhões por ano e têm crescido.

As restrições orçamentárias exigidas pelo plano provocaram um corte de 17% no orçamento público em 2002. Como a sonegação fiscal é grande, faltam ao governo recursos para atender a demanda por infra-estrutura, muito danificada pelos terremotos. As contribuições do Banco Mundial, embora importantes, têm se mostrado insuficientes.

4. Vulnerabilidades

Por que um mercado emergente deve dolarizar sua economia? A dolarização promete controle do nível de preços, redução da taxa de juros, redução de *spreads* em títulos da dívida, maior acesso a mercados externos, menor vulnerabilidade a choques externos.

O modelo realmente garante menores médias e menor flutuação nas taxas de inflação. A ausência de risco de desvalorização, entretanto, não garante menores taxas de juros domésticas ou redução de *spreads* em títulos da dívida externa. Existe a possibilidade de que as taxas de juros reflitam o risco de *default*. Nesse caso a eliminação do risco de desvalorização teria poucos efeitos sobre os *spreads* ou taxa de juros.

Ainda existe a possibilidade de que a ausência de flexibilidade cambial aumente o risco de *default*. Em uma economia completamente dolarizada e sem flexibilidade de preços, um choque sobre os termos de troca provocariam grande recessão. Nesse cenário é concebível que a autoridade monetária prefira o *default*. Quando o efeito da não-flutuação da moeda é o aumento do risco de *default*, é provável que ocorra aumento nas taxas de juros. Como o modelo de *full dollarization* pressupõe a liberalização do sistema financeiro, é possível que a redução na taxa de juros interna ocorra graças a essa abertura com conseqüente aumento da concorrência, e não necessariamente pela mudança do regime monetário.

Caso maior grau de rigidez cambial significasse maior credibilidade e menor risco, países dolarizados deveriam ter acesso a empréstimos internacionais em melhores condições do que países com alguma flexibilidade cambial. Contudo, economias dolarizadas não têm, necessariamente, melhores avaliações de crédito do que economias não-dolarizadas. Equador e El Salvador têm avaliações semelhantes à da Costa Rica, economia que utiliza câmbio flutuante. Isso sugere que a credibilidade da política cambial em mercados emergentes não está necessariamente vinculada à não-flutuação das taxas de câmbio.

A ausência de política monetária pode gerar maior volatilidade sobre as taxas de crescimento econômico, uma vez que qualquer política contra-cíclica deve tomar a forma de algum tipo de política fiscal expansionista. Entretanto, a disciplina fiscal que o modelo exige restringe as opções de ação governamental. Uma política

fiscal contracionista certamente agravaria os efeitos adversos de um choque externo sobre renda e emprego.

O processo de *full dollarization* é muito difícil de se revertido, e grande parte de seu apelo reside exatamente nessa irreversibilidade. A capacidade de reação a um choque externo, no modelo, se concentra apenas na execução de política fiscal. A política fiscal está, entretanto, limitada pela capacidade de endividamento do governo. O financiamento de déficits em uma economia dolarizada ocorre através da tomada de empréstimos, a juros determinados pelo mercado, junto a agentes domésticos ou externos. O serviço da dívida tende a aumentar a necessidade de novos empréstimos, em um esquema de Ponzi inviável no longo prazo – e nocivo para o equilíbrio do balanço de pagamentos.

A pré-existência de déficits fiscais em mercados emergentes que dolarizam suas economias é um grave complicador. Antes da dolarização, o governo poderia realizar pagamentos de sua dívida em moeda local – a uma taxa estabelecida pelo Banco Central. O Banco Central poderia, portanto, financiar os déficits do governo. Não havia risco de *default* da dívida interna. Com toda a dívida denominada em moeda local sendo dolarizada, os pagamentos dos juros e do principal dependem de superávits na balança comercial e de privatizações.

Embora o modelo pressuponha disciplina fiscal, ela não é necessariamente estimulada pela perda de senhoriagem.

A ausência de um prestador de última instância força os bancos a procurarem formas alternativas de contingenciamento. Assim, bancos internacionais têm uma vantagem competitiva sobre as instituições domésticas. Uma crise financeira que tenha origem no receio de que um banco perda liquidez, pode ser contornada caso a autoridade monetária disponha de um fundo emergencial com recursos próprios ou emprestados. Uma crise bancária como essa, passível de ser detonada com rumores, poderia ser mais bem administrada caso o Banco Central pudesse emitir moeda.

Uma crise financeira muito mais difícil de ser debelada é aquela que se origina com os bancos locais realizando investimentos em títulos ou em imóveis que sofram uma brusca queda de preços. A existência de ativos desvalorizados ou de créditos de recebimento duvidoso nos portfólios bancários exigiria a ação de um

emprestador de última instância, que conferisse liquidez ao sistema - mesmo que através da compra temporária de ativos “micados” e estendendo o crédito.

Para FRANKEL (1999, p.10), os únicos regimes cambiais que evitam ataques especulativos são a união monetária e a livre flutuação. A dolarização, nesse contexto, seria uma associação unilateral a uma união monetária. Por ser uma decisão unilateral, não envolve qualquer compromisso das demais partes. No caso em questão, a adoção do dólar como padrão monetário por uma economia emergente não exige, *a priori*, qualquer contrapartida do Tesouro dos Estados Unidos ou do *Federal Reserve Bank*.

Os demais regimes cambiais, soluções intermediárias, se mostraram ineficientes. Os fracassos de bandas e cestas cambiais, e de *currency boards* reforça a noção de que um país não é capaz de conquistar - ao mesmo tempo - estabilidade cambial, independência monetária e integração ao mercado financeiro internacional.

O alto grau de endividamento dos países periféricos e sua dependência de fluxos externos de capital exigem a abertura de suas economias. A estabilidade do câmbio é pré-condição para que os investimentos diretos sejam realizados e para que os títulos da dívida tenham mercado. É compreensível, portanto, que a escolha de dolarizar a economia seja tomada em circunstâncias desfavoráveis, como alta inflação e fuga de capitais.

A irreversibilidade do modelo, seu principal apelo junto aos investidores internacionais, torna o país frágil frente a um choque exógeno. Sem poder sobre política cambial e monetária, uma economia dolarizada tem duas alternativas diante de um choque exógeno:

- manter a política fiscal planejada com base nos padrões de demanda, renda, emprego e distribuição de renda, deixando que o mercado de títulos da dívida sofra um abalo;

- realizar um ajuste contracionista na expectativa de que o superávit fiscal acalme o mercado financeiro, mas com isso causando alterações graves na renda e no produto internos.

A queda na demanda externa por produtos locais mostra a fragilidade do modelo. Ela provoca um ajuste fiscal indesejável, afinal menor volume de exportações significa queda na receita tributária. Os conseqüentes déficits comercial

e fiscal podem ser, até certo ponto, compensados por algum fundo de reserva administrado pelo Banco Central. Exauridos esses eventuais recursos, à economia dolarizada resta procurar empréstimos emergenciais junto ao FMI ou, dependendo da qualidade do relacionamento bilateral, junto ao Tesouro dos EUA.

O balanço de pagamentos de uma economia dolarizada não pode, entretanto, conviver com déficits fiscais. O equilíbrio fiscal é alcançado via ajustes imediatos, com cortes sobre os gastos governamentais. Essa estabilidade fiscal via contração dos gastos públicos e, conseqüentemente da renda, termina por equilibrar a balança comercial através da redução de importações. Não há, então, capacidade de efetuar qualquer política contra-cíclica. Mesmo uma economia dolarizada equilibrada pode cair em um ciclo recessivo caso ocorra uma queda no volume de exportações. O ajuste exige que preços e salários caiam.

5. Conclusão

“Non faciunt meliorem equum aurei freni” (“Freios de ouro não tornam o cavalo melhor” / Lucius Annaeus Seneca 4 a.C. – 65 d.C.)

No debate sobre a ordem financeira internacional do final da década de 90, predominaram na América Latina as posições que defendem a implementação de políticas que aprofundem a desregulamentação dos sistemas financeiros domésticos e ampliem a integração com o mercado financeiro internacional, mediante um aperfeiçoamento das regras de supervisão financeira, dos instrumentos de administração de risco das próprias instituições e das exigências de capitais mínimos (Acordo de Basiléia).

A tendência em aprofundar a associação dos capitais domésticos com os mercados financeiros internacionais é cada vez maior, sobretudo no que se refere aos mecanismos de financiamento de longo prazo. Os principais objetivos desse processo são:

- ampliar as alianças entre empresas, principalmente nos setores de petróleo, telecomunicações e energia elétrica;
- amplificar as captações nos mercados de capitais, utilizando os chamados processos de securitização;
- aumentar o acesso dos agentes econômicos domésticos ao mercado internacional de crédito, a partir da maior presença dos bancos internacionais no mercado interno.

Essa tendência de desregulamentação do mercado financeiro favorece a dolarização de economias periféricas. Os maiores empecilhos operacionais para que o processo ocorra nesses países parece ser a desproporção entre as bases monetárias em moeda local e o volume de reservas, e a dificuldade de gerar superávits na balança comercial. Assim, a conversão somente poderia ocorrer valendo-se de uma grande desvalorização cambial, o que significa – na maioria das economias periféricas – tornar a dívida pública impagável.

Para manter suas contas de capitais dos balanços de pagamentos abertas, os mercados emergentes vão ficando diante do seguinte dilema: se optarem por defender suas moedas nacionais, mantendo algum grau de autonomia, ficam

sujeitos a ataques especulativos periódicos. Se decidirem pela dolarização, na expectativa de uma convergência entre as taxas de juro doméstica e internacional e de uma estabilidade nos fluxos de capitais pela eliminação do risco cambial, entregam as funções de administração do crédito, de provedor de liquidez e de prestador de última instância ao *Federal Reserve*.

Grande parte dos pequenos países da América Central, altamente dependentes do mercado de bens e de transferências unilaterais dos Estados Unidos, dificilmente resistirá por muito mais tempo. Na maioria deles já é permitida a circulação de dólares como meio de pagamento há algum tempo e a entrada em vigor da ALCA deve acelerar o processo.

A posição do governo americano a respeito da dolarização dos emergentes, e das economias latino-americanas especificamente, é conflitante. Em 1999, após a desvalorização do real e a defesa da dolarização da Argentina pelo presidente Carlos Menen, o presidente do *Federal Reserve* afirmou sua oposição à utilização de recursos do *Fed* ou do Tesouro dos Estados Unidos em processos de dolarização. Já no ano seguinte, a senadora Connie Mack – presidente do Comitê Econômico do Congresso - elaborou um projeto de lei que autorizava o Tesouro a reembolsar os países que dolarizassem com 85% das perdas com senhoriagem. Guillermo Calvo testemunhou mais de uma vez ao comitê na defesa da idéia. A lei não foi aprovada porque as resistências em aceitar o ônus de uma dolarização negociada (senhoriagem, alguma responsabilidade como prestador de última instância) foram mais fortes.

A fragilidade dos mercados emergentes frente à mobilidade dos fluxos de capital não desaparece com a dolarização, embora o risco de contágio seja reduzido. Ao abdicarem do poder de realizar políticas monetárias e cambiais autônomas e com mecanismos fiscais de eficiência duvidosa, esses países abrem mão de qualquer plano ativo de desenvolvimento via industrialização.

A irreversibilidade do modelo condena a economia que o adota a uma troca entre fragilidade de curto prazo por fragilidade de longo prazo. Estabilidade cambial e taxas de juros equivalentes à internacional não garantem investimentos de longo prazo que sustentem o modelo. Investimentos externos em economias periféricas estão sujeitos à avaliação da demanda interna, capacitação de mão-de-obra local e infra-estrutura. Iniciativas governamentais com o objetivo de melhorar a estrutura

produtiva do país, tornando-o atrativo para o capital externo de longo prazo, são limitadas pela incapacidade de realizar políticas monetárias e fiscais autônomas. A competitividade e a diversificação da economia local são limitadas.

O próprio papel do dólar deve ser questionado, uma vez que os gigantescos déficits - orçamentário e da balança comercial – têm minado a credibilidade da política do “dólar forte”. A OPEP e a Rússia cogitam passar a fixar o preço do barril de petróleo em euros. Há a possibilidade de que os investidores internacionais que põem seus recursos nos Estados Unidos passem a procurar outros mercados em que a relação ganhos/ câmbio seja mais favorável.

O que acontecerá, então, com as economias dolarizadas caso o dólar continue a se desvalorizar frente ao euro? A existência de dívidas denominadas em euros desestabilizaria esses mercados? Um dólar desvalorizado frente ao euro certamente aumentaria os custos para o pagamento de dívidas em euros. É possível que os investidores locais convertam seus dólares depositados nos bancos locais em euros. O que isso representaria para a economia dolarizada? A estabilidade de preços continuaria assegurada?

Referências

Banco Central dei Ecuador. Disponível em <<http://www.bce.fin.ec>> Acessos em 2003.

Banco Central de Reserva de El Salvador. Disponível em <<http://www.bcr.gob.sv>> Acessos em 2003.

Banco Mundial. Disponível em <<http://www.worldbank.org>> Acessos em 2003.

CALVO, G. A. **Understanding the Russian Virus. With special reference to Latin America.** College Park, 1998(b). 12f. Departamento de Economia, University of Maryland. Disponível em <<http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecpn3.pdf>> Acesso em 15 jul. 2000.

CALVO, G. A. **Balance of Payments Crises in Emerging Markets. Large Capital Inflows and Sovereign Governments.** In: NBER CONFERENCE ON CURRENCY CRISES, 1., 1998(a), Cambridge. Disponível em <<http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecrp5.pdf>> Acesso em 5 jul. 2001.

CALVO, G. A. **Argentina's Dollarization Project: a Primer.** College Park, 1999(a). 1f. Departamento de Economia, University of Maryland. Disponível em <<http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecpn4.pdf>> Acesso em 6 ago. 2001.

CALVO, G. A. **On Dollarization.** College Park, 1999(b). 18f. Departamento de Economia, University of Maryland. Disponível em <<http://www.bsos.edu/econ/ciecpn5.pdf>> Acesso em 14 ago. 2001.

CALVO, G. A. **Fixed Versus Flexible Exchange Rates. Preliminaries of a Turn-of-Millennium Rematch.** College Park, 1999(c). 17f. Departamento de Economia, University of Maryland. Disponível em <<http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecrp10.pdf>> Acesso em 16 ago. 2001.

CALVO, G. A. **Capital Markets and the Exchange Rate. With special reference to the Dollarization Debate in Latin America.** College Park, 2000(a). 46f. Departamento de Economia, University of Maryland. Disponível em <<http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecrp9.pdf>> Acesso em 18 ago. 2001.

CALVO, G. A. **Notes on Price Stickness: with special reference to Liability Dollarization and Credibility.** College Park, 2000(b). 24f. Departamento de Economia, University of Maryland. Disponível em <<http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecrp12.pdf>> Acesso em 21 ago. 2001.

CALVO, G. A.; REINHART, C. M. **Capital Flow Reversals, the Exchange Rate Debate, and Dollarization.** *Finance & Development*, v. 36, n. 3, set. 1999(a). Disponível em <<http://www.bsos.umd.edu/ciecpp7.pdf>> Acesso em 22 ago. 2001.

CALVO, G. A.; REINHART, C. M. **When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options.** College Park, 1999(b). 31f. Departamento de Economia, University of Maryland. Disponível em <<http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecpp6.pdf>> Acesso em 24 ago. 2001.

CALVO, G. A.; REINHART, C. M. **Fear of Floating.** College Park, 2000. 63f. Departamento de Economia, University of Maryland. Disponível em <<http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecpn11.pdf>> Acesso em 30 ago. 2001.

CALVO, G. A.; VÉGH, C. A. **Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries.** College Park, 1997. 93f. Departamento de Economia, University of Maryland. Disponível em <<http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecrp1.pdf>> Acesso em 10 mar. 2001.

DORNBUSCH, R. **Fewer Monies, Better Monies.** Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w8324>> Acesso em 22 dez. 2001.

EDWARDS, S. **Dollarization And Economic Performance: An Empirical Investigation**. Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w8274>> Acesso em 22 dez. 2001.

EDWARDS, S. **Exchange Rate Regimes, Capital Flows And Crisis Prevention**. Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w8529>> Acesso em 23 dez. 2001.

EDWARDS, S.; MAGENDZO, I. I. **Dollarization, Inflation And Growth**. Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w8671>> Acesso em 8 ago. 2002.

EDWARDS, S.; MAGENDZO, I.I. **Strict Dollarization And Economic Performance: An Empirical Investigation**. Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w9820>> Acesso em 13 ago. 2003.

FRANKEL, J. A. **No Single Currency Is Right For Ali Countries Or At Ali Times**. Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w7338>> Acesso em 22 dez. 2001.

FRANKEL, J. A.; FAJNZYLBER, E.; SCHMUKLER, S.L.; SERVÉN, L. **Verifying exchange rate regimes**. *Journal of Development Economics*, Berkeley, vol. 66, p. 351-386, dez. 2001.

LAFFER, A. B. **O Fenômeno da Inflação Mundial: um Estudo sobre a Integração do Mercado Internacional**. In: MEISELMAN, D. I.; LAFFER, A. B. (Org.). **O Fenômeno da Inflação Mundial**. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1977. p. 41-71.

McCALLUM, B. T. **International Monetary Economics**. New York: Oxford University Press, 1996. Caps. 5, 6, 7 e 10.

UNITED STATES CONGRESS, Washington, D. C. **Guillermo A. Calvo - Testimony on Full Dollarization Presented Before a Joint Hearing of the Subcommittees on Economic Policy and International Trade and Finance no dia 22 abr. 1999**. Disponível em <<http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecpn6.pdf>> Acesso em 5 ago. 2001.

UNITED STATES CONGRESS, Washington, D. C. **Guillermo A. Calvo - Testimony on Dollarization Presented Before the Subcommittee on Domestic and Monetary Policy Committee on Banking and Financial Services no dia 22 jun. 2000.** Disponível em <<http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecpn9.pdf>> Acesso em 8 ago. 2001.