

07/12/2023 10:00:15 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: ARGENTINA: POR QUE NÃO DOLARIZAR



Uma das principais promessas de campanha do presidente eleito da Argentina, Javier Milei, era de dolarizar a economia e acabar com o Banco Central. Aparentemente isso ficará apenas como promessa. Nesse artigo analiso essa controversa proposta, baseado em dois papers de Ivan Werning e uma apresentação do próprio no Markus' Academy webinar no Bendheim Center of Finance da Universidade de Princeton ([confira aqui](#)).

Não é a primeira vez que a Argentina está disposta a tentar adotar uma proposta de câmbio mais radical na tentativa de combater a inflação. Podemos citar a experiência de desregulamentação financeira com abertura do mercado de capitais na década de 70 como uma tentativa entre outras coisas de diminuir a inflação. A tentativa culminou com a prefixação do câmbio, que ficou conhecida como tablita. A esperança que os preços domésticos convergissem aos internacionais acabou e se iniciou adicionalmente uma forte fuga de capital.

Experiência ainda mais radical ocorreu com o Plano Cavallo na década de 90, com a criação de uma currency board, que garantia a conversibilidade integral da base monetária e a permissão de se trocar livremente pesos por dólares no sistema bancário. O plano funcionou inicialmente derrubando a inflação, mas no final da década, com as sucessivas crises econômicas dos países emergentes, a experiência começou a ficar custosa em termos de emprego. Com o câmbio real apreciado e sem liberdade de fazer política monetária independente para responder aos sucessivos choques, o plano ruiu em 2002, sendo abandonada a conversibilidade.

Atualmente, a Argentina tem uma inflação persistente que deve chegar aos 10% mensais, tem reservas internacionais negativas em termos técnicos, um câmbio com um prêmio alto no mercado paralelo, e um déficit público de 4% do PIB sem contar o Banco Central. A economia está estagnada com um índice de pobreza chegando a 40% da população e o novo presidente eleito com 56% dos votos toma posse no próximo domingo, dia 10 de dezembro, amplamente minoritário no Congresso.

Em termos mais teóricos, as vantagens de dolarizar a economia seria baixar rapidamente a inflação, implementando um câmbio fixo com credibilidade similar ao antigo currency board e que impossibilitaria o banco central em financiar o tesouro. Os custos vêm no longo prazo com a perda da senhoriagem do banco central em ter uma moeda própria, que não é insignificante. Há também perda da independência do Banco Central de fazer política monetária para estabilizar a economia e por último, mas não menos importante, não haveria mais no país um emprestador de última instância para salvar o sistema bancário.

O principal argumento para dolarizar a economia argentina seria tirar dos políticos a opção de imprimir moeda e inflacionar a economia para financiar o déficit público, assunto que atormenta o país nos últimos 40 anos. A opção de não ter mais moeda doméstica, em tese, poderia resolver de uma só vez o problema da inflação e do déficit público, pois a inflação está sendo usada para financiar o déficit público através do imposto inflacionário. Segundo palavras do próprio Milei, ele acabaria com a máquina de imprimir dinheiro. A opção pela dolarização seria ainda mais radical do que a do currency board, e praticamente

07/Dez/2023 15:37

irreversível.

Porém, o grande problema para a dolarização é a falta de dólares. Segundo as estimativas preliminares seria preciso algo em torno de US\$ 40 bilhões para a conversão, mas o ponto defendido pelo professor do MIT é que a taxa de câmbio é endógena e não ficaria nos níveis atuais para que a troca fosse realizada. Outra falácia seria confundir liquidez com a riqueza em dólares dos argentinos. Foi mencionado um montante superior a US\$200 bilhões que os argentinos têm no exterior ou mesmo entesourado no país, mas isso não seria necessariamente usada nas despesas correntes.

Na apresentação, dois artigos acadêmicos foram apresentados. O [primeiro](#) trata da transição no momento imediatamente anterior ao processo de troca de moedas e o [segundo](#) no momento posterior a troca.

O objetivo do primeiro artigo é entender como a taxa de câmbio e a inflação reagem no momento do anúncio e da implementação da dolarização. Uma variável chave no modelo é a quantidade de dólares que haveria no momento da troca. No momento anterior a dolarização, o governo está financiando um déficit público com imposto inflacionário, mas no momento que houver a implementação da dolarização não mais será possível financiar o déficit. No modelo, há dois equilíbrios para a inflação. Sem a dolarização, o modelo ficaria no equilíbrio bom, ainda ao redor de 100%. Porém, assumindo que os dólares são escassos, quando o plano é anunciado, a taxa de câmbio e os preços dão um salto e continuam a depreciar em direção ao equilíbrio ruim.

A conclusão é que sem dolarização a economia convergiria para o bom equilíbrio, mas condicionalmente a uma reforma fiscal que acabasse com o déficit.

O segundo artigo supõe que a dolarização seja uma surpresa e que o governo tenha dólar suficiente para o setor privado e que também possa pegar empréstimos internacionalmente. O modelo inclui um setor não tradable e preços rígidos, mas é permitido ajuste nos preços no momento da troca de moeda. Como os saldos monetários são menores do que seriam em equilíbrio, os agentes consumirão menos do bem tradable para gerar excedente exportável para adquirir mais dólares, com isso a taxa de câmbio real teria que depreciar e o preços dos não tradables caírem. Porém se houver resistência desses preços em caírem, haveria queda do consumo dos bens tradables e recessão.

A conclusão da apresentação é contrária a dolarização, pois não há dólares suficientes nem antes nem depois da adoção da dolarização e sendo feita a consolidação fiscal, talvez não haja necessidade de dolarização. Além disso, a dolarização não é feita da taxa de mercado, podendo ocorrer inflação na transição e recessão depois da dolarização.

Marcelo Kfoury Muinhos é professor da FGV-EESP e consultor econômico. Foi economista-chefe do Citi-Brasil e chefe do Departamento de Pesquisa Econômica do Banco Central

Os artigos publicados no **Broadcast** expressam as opiniões e visões de seus autores