

## Dolarização

### *Dollarization*

DIVERSOS AUTORES

---

RESUMO: Em março de 1991 o novo ministro das Finanças da Argentina, Domingo Cavallo, adotou um plano de conversibilidade legal do austral em dólares. O Plano Cavallo ficou popularmente conhecido como um plano de ‘dolarização’, quando, na verdade, tratou-se da australização da economia argentina. Pulicamos os artigos seguintes na seção Documentos da Revista pela importância da análise e das informações que contém.

PALAVRAS-CHAVE: Dolarização; plano de conversibilidade; Austral.

ABSTRACT: In March 1991, Argentina’s new Finance Minister, Domingo Cavallo, adopted a plan for the legal convertibility of the Austral into dollars. The Cavallo Plan became popularly known as a ‘dollarization’ plan, when, in fact, it was about the Australianization of the Argentine economy. We have published the following articles in Documents section of the journal due to the importance of the analysis and information they contain. Keywords: Dollarization, convertibility plan; Austral.

JEL Classification: E31; F34.

---

## O austral conversível

FRANCICO F. LOPES

---

Uma lei simples, com apenas quatorze artigos (v. Anexo), estabeleceu a conversibilidade do austral em relação ao dólar americano e poderá ser o marco da estabilização definitiva na Argentina. Se essa iniciativa de política econômica lograr êxito, a repercussão na cena brasileira será inevitavelmente grande. Mas de qualquer maneira vale a pena entender como a dolarização pode oferecer uma alternativa de solução para o problema inflacionário, já que isso poderá ganhar importância no Brasil após o fracasso das sucessivas tentativas de desindexação forçada.

A rigor, em todos os casos conhecidos de economias cronicamente inflacionadas ou que passaram por hiperinflações, a estabilização foi obtida através da conversibilidade, já que sempre resultou da fixação da taxa de câmbio num ambiente de livre acesso ao mercado cambial (inclusive nas experiências “heterodoxas” de Israel e México e na experiência “ortodoxa” do Chile). Se a taxa de câmbio é congelada e não há restrição à troca de moeda nacional por moeda estrangeira (o que inclusive pode ocorrer através de um mercado paralelo que opere com ágio estabilizado), então na prática passa a existir a conversibilidade entre as duas moedas. É a combinação

de taxa de câmbio fixa e livre acesso ao mercado de capitais (sinônimo de livre movimento internacional de capitais) que caracteriza a conversibilidade. Nesse sentido existe hoje conversibilidade entre o dólar americano e o dólar canadense ou entre as diversas moedas da serpente europeia. A inovação argentina foi estabelecer a conversibilidade sob forma de lei, a uma taxa de 10 mil austrais por dólar.

O sucesso da conversibilidade como mecanismo de estabilização mostra que o importante no combate à inflação não é a quantidade de moeda mas a qualidade da moeda. Quando se consegue estabelecer (e sustentar!) uma paridade fixa entre a moeda nacional e uma moeda estrangeira, a primeira fica contaminada pela qualidade da segunda. Se a moeda estrangeira é estável a moeda nacional torna-se também estável, e essa contaminação pode ocorrer de forma muito rápida se a economia nacional já estiver intensamente “dolarizada” (no sentido de indexada à moeda estrangeira). É o que explica o “milagre” da estabilização quase instantânea das hiperinflações, como na Alemanha, por exemplo, em que a inflação (no IPA) de 29.536% em outubro de 1923 foi transformada em uma deflação de 7,1% em janeiro de 1924, abrindo caminho para uma inflação acumulada nesse ano de apenas 8,3%. Foi o chamado “milagre do Rentenmark”, que consistiu essencialmente na fixação e sustentação da taxa de câmbio em 4,2 bilhões de marcos (ou 4,2 Rentenmark) por dólar a partir de 20 de novembro de 1923.

Na realidade, o principal problema da estabilização é a sustentação da conversibilidade. Se a economia já está completamente indexada ao dólar, a fixação da taxa de câmbio produz uma queda brusca da taxa de inflação sem valorização significativa da taxa de câmbio real. Nesse caso são três os requisitos para se sustentar a conversibilidade (isto é, para manter fixa a taxa de câmbio nominal):

a) A posição de reservas em moeda estrangeira do Banco Central deve ser suficiente para comprar toda a base monetária existente à taxa de câmbio de conversão. Isso garante que a autoridade monetária terá, pelo menos a curto prazo, cacife suficiente para enfrentar qualquer ataque especulativo contra sua política de câmbio nominal fixo.

b) Toda emissão de moeda local deve ser lastreada por aquisição de montante equivalente de reservas, de modo a não alterar ao longo do tempo a condição de total cobertura em moeda estrangeira da base monetária apontada no item anterior. Isso significa que não pode haver emissão monetária para financiar déficits do Tesouro ou operações de crédito da própria autoridade monetária.

e) O nível de taxa de câmbio real que resulta da conversibilidade deve ser compatível com equilíbrio a médio e longo prazos no balanço de pagamentos. Se isso não ocorrer e houver déficit significativo em conta corrente, a posição de reservas tenderá a cair (a menos que seja possível obter financiamento externo para o déficit) e o lastro em moeda estrangeira da moeda nacional será eventualmente comprometido. Em geral esse é um requisito menos importante a curto prazo do que os dois anteriores. Os pagamentos de dívida externa também estão implicitamente regulados por esse item: o volume de serviço da dívida externa só poderá superar o fluxo de novos empréstimos (*new money*) quando houver superávit em conta corrente.

Se a economia não estiver completamente indexada ao dólar tem-se o problema adicional de que a fixação da taxa de câmbio nominal produz uma redução da

inflação acompanhada de uma valorização da taxa de câmbio real, e isso pode terminar inviabilizando os três requisitos para a sustentação da conversibilidade. Nesse caso ou se completa a dolarização (do indexador da economia) antes da decretação da conversibilidade (o que fatalmente significa um período adicional de aceleração inflacionária e efeitos adversos sobre o setor real) ou se complementa o processo com medidas de desindexação (inclusive congelamento e controle de preços e salários, como em Israel e México).

A partir desse entendimento da lógica da conversibilidade, pode-se avançar para a questão prática que nos interessa: qual a chance de sucesso do austral conversível? Antes de mais nada convém relembrar a evolução recente da economia argentina e algumas de suas características no momento atual. Como se pode ver no Quadro 1, a economia passou por dois espasmos hiperinflacionários nos últimos três anos. O primeiro ocorreu um pouco antes da transição entre os governos Alfonsín e Menem, em meados de 1989, quando a taxa de inflação mensal chegou a 196% (em julho de 1989). O segundo espasmo foi no início de 1990, após o fracasso do congelamento de preços do chamado Plano BB (Bunge-Born), quando a taxa de inflação mensal chegou a voltar a 95% em março.

Ao longo desses episódios hiperinflacionários, a dolarização da economia avançou substancialmente. São amplas as evidências qualitativas e informais sobre a grande intensidade da dolarização existente no momento atual. A relação entre desvalorização cambial e inflação, que pode ser analisada no Quadro 1 e na Figura 1, também sugere um ambiente de dolarização. Pode-se ver como o comportamento do câmbio nitidamente liderou o comportamento dos preços, com as fortes desvalorizações de abril-maio de 1989 antecipando a explosão hiperinflacionária de junho-julho, e depois o choque cambial de fevereiro de 1990 produzindo o novo pico inflacionário de março.

Parece claro, entretanto, que a dolarização argentina nunca chegou a ser completa, pois, a partir de março de 1990, a desvalorização nominal da taxa de câmbio ficou sistematicamente abaixo da taxa de inflação sem que esta última apresentasse tendência consistente de queda (por exemplo, como se pode ver no Quadro 1, entre abril e julho de 1990). A consequência, é claro, foi uma significativa valorização da taxa de câmbio (Figura 2), que inclusive eliminou totalmente os ganhos cambiais produzidos pelos surtos hiperinflacionários.

Como a resistência à queda da inflação aparece muito mais marcadamente no índice de preços ao consumidor do que no índice de preços por atacado (Quadro 1), fica-se com a impressão de que fatores inerciais continuam em operação na economia, tornando a taxa de inflação dos preços de serviços (como aluguel ou mensalidades escolares, por exemplo) relativamente rígida para baixo e dessa forma contaminando a taxa de inflação de alguns itens importantes dos custos industriais (como salários e tarifas públicas). Se alguns preços permanecem indexados a índices de preços defasados (caracterizando a inércia inflacionária), a estabilização da taxa de câmbio nominal tem seu efeito repartido entre desaceleração inflacionária e valorização da taxa de câmbio real. É claro que eventualmente, se a estabilidade do câmbio for mantida, a inércia perde o fôlego, como parece ter acontecido em dezembro do ano passado quando a inflação chegou a 4,68% no IPC e zerou no IPA (sem qualquer

controle de preços, note-se bem). Nesse ponto, entretanto, o atraso cambial já era de tal monta que um ataque especulativo contra as reservas do Banco Central tornou-se uma ameaça real, forçando a alta da taxa de câmbio. Nos primeiros dois meses de 1991 a desvalorização real foi de 34% em termos do IPC e 21% em termos do IPA.

QUADRO 1: Inflação e câmbio na Argentina

	IPC	IPA	Taxa de câmbio		Ágio do paralelo
	Var. mensal (%)	Var. mensal (%)	Comercial variação mensal (%)	Paralelo Variação Mensal (%)	(%)
Jan.-88	9.12	12.1	10.49	20.51	40.06
Fev.-88	10.42	13.4	11.25	6.06	33.53
Mar.-88	14.73	16.3	13.69	9.47	28.58
Abr.-88	17.23	16.8	16.24	9.38	20.99
Mai.-88	15.71	23.3	17.73	18.82	22.11
Jun.-88	17.97	24	19.82	24.52	26.90
Jul.-88	25.65	25	19.59	18.87	26.14
Ago.-88	27.62	31.9	24.31	15.92	17.63
Set.-88	11.70	6.4	0.00	1.46	19.35
Out.-88	8.99	4.6	1.86	4.34	22.25
Nov.-88	5.71	3.9	3.69	2.99	21.42
Dez.-88	6.84	5.6	3.66	2.49	20.05
Jan.-89	8.92	6.9	4.01	6.57	23.00
Fev.-89	9.59	8.4	12.54	48.73	62.55
Mar.-89	17.01	18.9	32.16	61.91	99.14
Abr.-89	33.37	58	182.46	59.07	12.15
Mai.-89	78.47	104.5	116.84	109.67	8.44
Jun.-89	114.47	133.5	67.34	208.47	99.89
Jul.-89	196.63	209.1	170.35	58.66	17.31
Ago.-89	37.86	8.5	15.40	1.97	3.65
Set.-89	9.36	2.5	0.00	-3.01	0.53
Out.-89	5.60	1.5	0.00	7.59	8.15
Nov.-89	6.52	1.8	0.00	26.28	36.58
Dez.-89	40.07	48.6	70.38	48.04	18.67
Jan.-90	79.20	61.8	50.74	27.79	0.00
Fev.-90	61.57	79	114.73	114.05	0.00
Mar.-90	95.53	71.3	34.06	33.97	0.00
Abr.-90	11.37	7.4	3.03	3.02	0.00
Mai.-90	13.61	7.8	0.86	0.86	0.00
Jun.-90	13.90	8.3	5.36	5.36	0.00
Jul.-90	10.83	3.9	1.10	1.10	0.00
Ago.-90	15.34	17.1	13.16	13.13	0.00
Set.-90	15.68	9.1	-3.65	-3.72	0.00
Out.-90	7.69	2.4	-3.83	-3.91	0.00
Nov.-90	6.18	1.3	-5.42	-5.42	0.00
Dez.-90	4.68	0.1	-3.12	-3.12	0.00
Jan.-91	7.70	10.1	28.34	28.34	0.00
Fev.-91	26.99	37.9	42.98	42.98	0.00

Figura 1

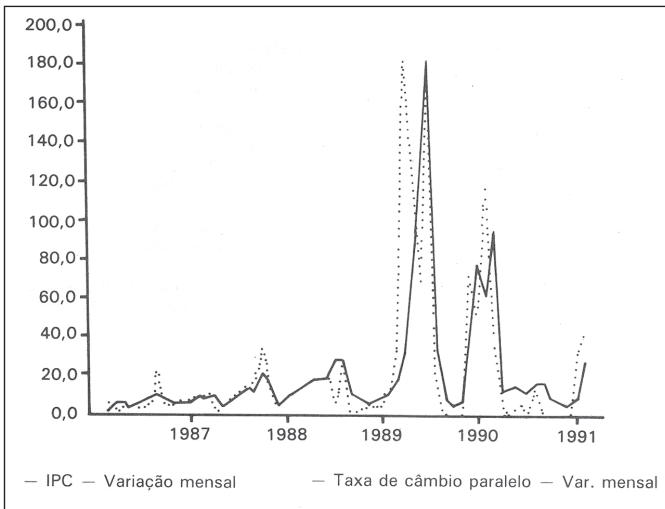
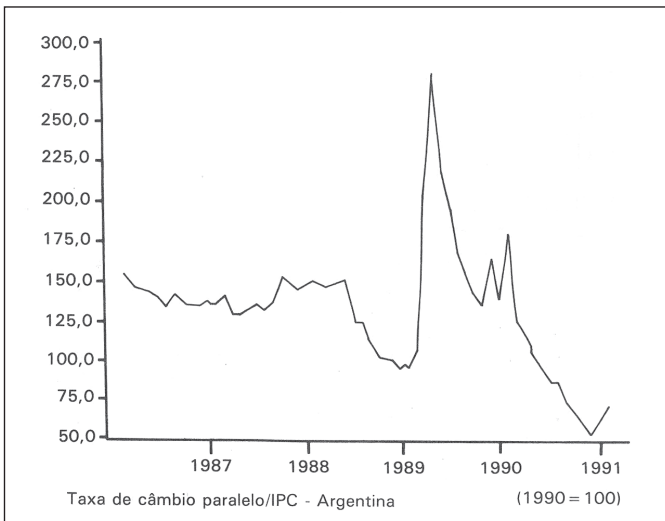


Figura 2

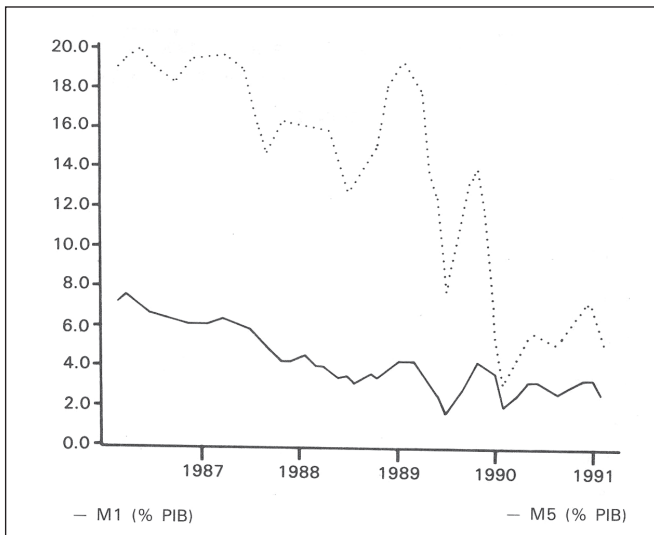


É importante entender por que o mercado cambial produziu tão significativa valorização da taxa de câmbio real em 1990 a despeito do regime de livre flutuação e livre acesso. Como se sabe, no final de 1989, houve a troca compulsória dos depósitos a prazo (que na época desempenhavam, a exemplo do nosso *overnight*, o papel de principal alternativa de moeda indexada doméstica e eram lastreados por 100% de depósitos compulsórios no Banco Central) pelos BIBEX-89, um título público denominado em dólares mas com prazo de vencimento de dez anos e ca-

pitalização automática dos juros. Isso significou uma drástica redução de liquidez, semelhante ao bloqueio de cruzados do Plano Collor I, que praticamente eliminou o passivo não-monetário de alta liquidez do governo (v. evolução do M5 na Figura 3; o M5 é igual ao MI mais cadernetas de poupança, mais depósitos a prazo). Exatamente como ocorreu no Brasil, essa significativa destruição de liquidez reduziu a demanda por dólares, pressionando a taxa de câmbio (austrais por dólar) para baixo. A isso se somou a pressão da maior oferta de dólares produzida pelo saldo recorde de quase US\$ 8 bilhões na balança comercial, consequência do bom desempenho das exportações estimuladas pelo nível elevado da taxa de câmbio real após o surto hiperinflacionário de 1989.

É claro que a situação de excesso de oferta de dólares em 1990 poderia ter sido aproveitada pelo Banco Central para acumular reservas a uma taxa de câmbio real aproximadamente estável ou, no máximo, levemente declinante. Isso teria gerado uma taxa de inflação mais elevada por alguns meses, mas em compensação teria criado um lastro confortável em moeda estrangeira para a base monetária, aumentando a margem de segurança para quando se adotasse a conversibilidade. A decisão de não comprar reservas, deixando o câmbio real valorizar, implicou menor crescimento da base monetária e eventual desaceleração inflacionária (atenção monetaristas: os dois aqui são resultados simultâneos de um mesmo efeito, e não causa e efeito!) mas deve ser considerada um erro. A tentativa de estabilizar a taxa de câmbio nominal antes de se completar a dolarização e se eliminar totalmente os elementos residuais de inércia foi obviamente prematura e só serviu para complicar a situação atual.

Figura 3



A lei de conversibilidade do austral ataca diretamente o problema da inércia quando determina (v. Anexo, art. 7) que “o devedor de uma obrigação de pagar

uma soma determinada de austrais cumpre sua obrigação pagando no dia de seu vencimento a quantidade nominalmente expressa ( ... ) em nenhum caso se admitirá a atualização monetária, indexação por preços ou variação de custos ( ... ) com posterioridade ao dia 1º. de abril de 1991”. Ou seja, a partir de abril, todas as cláusulas ou mecanismos de indexação para importâncias em austrais perdem efeito legal, inclusive o ajuste por inflação das obrigações, privadas ou do Estado, que tiveram origem antes da conversibilidade. Portanto, a partir da conversibilidade todos os valores contidos em relações contratuais, normas legais, ou regulamentos que forem denominados em austrais se tornam fixos, e isso naturalmente deve valer para serviços contínuos (inclusive tarifas públicas como energia elétrica ou transporte; ver art. 10), aluguéis e também (como parece sugerido no art. 10) para salários, ou seja, os custos básicos da economia passam a estar congelados em austrais. As regras de atualização monetária só continuam válidas nas obrigações em dólares ou financeiras com juros prefixados.

No seu artigo 9, a lei também tenta resolver o problema do atraso cambial, estabelecendo que “em todas as relações jurídicas nascidas antes da conversibilidade do Austral, nas que existam prestações pendentes ( ... ) ou naquelas de execução continuada com prestações e contraprestações periódicas ( ... ) o preço, quota ou aluguel se determinará pela aplicação dos mecanismos previstos ( ... ) salvo se tal ajuste for superior em mais de 12% ao que surja da evolução da cotação do Austral em dólares estadunidenses entre a origem da obrigação ou o mês de maio de 1990, o que for posterior, e o dia 1º. de abril de 1991. Nesse último caso, a obrigação ( ... ) se cancelará com a quantidade de austrais que corresponde à atualização pela evolução do dólar estadunidense pelo período indicado com mais 12%”. Ou seja, o preço em dólar de nenhum serviço, inclusive aluguel, pode apresentar em abril uma variação acumulada nos últimos doze meses superior a 12%.

Esse artigo da lei, na realidade, implica uma substancial deflação nos preços em austrais dos contratos de serviços, pois entre maio de 1990 e fevereiro de 1991 a inflação do IPC foi de 213%, enquanto a desvalorização cambial foi de 89%. Desconsiderando para efeito de análise os dados de março, vemos que a lei exige que a variação nos preços dos serviços não ultrapasse a desvalorização cambial mais 12%, o que corresponde a 112%. Portanto, se o preço de um serviço acompanhou o IPC, terá que sofrer uma deflação de 32% (igual a 2,12 dividido por 3,13 menos 1 e o resultado multiplicado por 100). Se essa determinação legal for efetivamente aplicada, a inflação do IPC em abril e nos meses seguintes resultará muito baixa, certamente menor que a do IPA, e se resolverá parte do problema da sobrevalorização do austral. A parte da sobrevalorização resultante da variação dos preços das mercadorias industriais e agrícolas terá que ser resolvida por eventuais deflações produzidas em mercado e induzidas por uma redução generalizada das tarifas alfandegárias. Como regra geral, as tarifas serão agora aplicadas em três níveis, com alíquota zero para matérias-primas, alíquota de 11% para semimanufaturados e alíquota de 22% para manufaturados. A alíquota média deve cair de uns 18% em janeiro para menos de 9% em abril.

Fica evidente, portanto, que o governo pretende resolver parte do problema

do evidente atraso cambial com uma combinação de deflação dos preços internos e algumas reduções nos impostos ou retenções sobre exportações (o que significaria, segundo fontes oficiais argentinas, um dólar efetivo para exportação de 12.000 a 13.000 austrais). Além disso pode conviver com o atraso, pelo menos por alguns anos, se puder manter a atual política de restringir os pagamentos de juros devidos sobre a dívida externa. Na entrevista em que apresentou o plano à imprensa, o ministro Cavallo afirmou que, com respeito aos pagamentos da dívida externa, “não se poderá tirar nem um dólar das reservas para pagar ao exterior que não possa ser reposto por arrecadação genuína (de impostos)” (*Ambito Financiero*, 21/3/91). É importante lembrar que o atual nível de taxa de câmbio real foi estabelecido pelo livre jogo das forças de mercado e, quando as condições de um mercado não se alteram, o preço de equilíbrio também não se altera. Não se pode negar, entretanto, que a margem de segurança da conversibilidade seria muito maior se a taxa de câmbio real estivesse melhor alinhada, ao nível, por exemplo, de abril do ano passado (Figura 2).

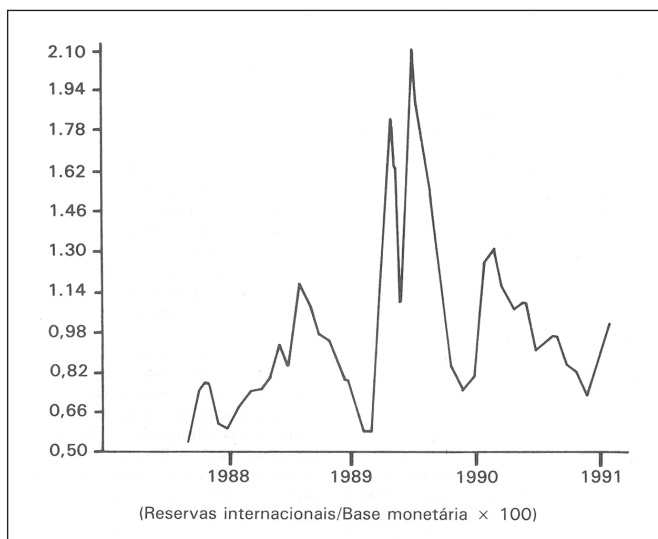
Supondo-se resolvidos os problemas da inércia residual e da consistência da taxa de câmbio real, cabe examinar os dois outros requisitos para a sustentação da conversibilidade: a cobertura em moeda estrangeira da base monetária e o equilíbrio fiscal. A Figura 4 mostra como evoluíram nos últimos anos a base monetária em dólares e as reservas internacionais do Banco Central. As reservas disponíveis (no conceito de caixa) em fevereiro eram de US\$ 2.640.000, depois da perda de US\$ 600 milhões em relação ao pico de dezembro último. Se considerarmos também as reservas em ouro, que o Banco Central contabiliza com o valor de US\$ 1.371.000 (usando uma cotação para o ouro de US\$ 320 por *onça-troy*, que está hoje uns 10% abaixo da cotação do mercado internacional), chegamos ao total de US\$ 4.010.000. No dia 21 de março a base monetária era de 40 trilhões e 55 milhões de austrais, equivalendo a US\$ 4 055, à taxa de câmbio de conversão de 10 000 austrais por dólar. Tem-se, portanto, na prática, uma relação de cobertura (*cover ratio*) de 100% da base em moeda estrangeira.

O Quadro 2 apresenta os números relativos à execução financeira do Tesouro Nacional, medidos em austrais constantes de fevereiro de 1991. Entre setembro de 1989 e julho de 1990, o Tesouro foi superavitário no conceito de necessidades de financiamento, mas passou a apresentar déficits mais significativos a partir de setembro de 1990. Em fevereiro, o déficit foi da ordem de US\$ 300 milhões, mas para março se espera uma redução para o nível de US\$ 200 milhões, como consequência dos ganhos de receita produzidos pelo (pequeno) pacote tributário de fevereiro, que basicamente aumentou as alíquotas do imposto sobre valor adicionado, do imposto sobre ativos das empresas e de impostos semelhantes ao nosso IOF sobre contas correntes e operações com divisas. O governo fala em obter superávits de US\$ 100 milhões em abril e US\$ 240 milhões em maio, basicamente como consequência do realinhamento do valor real das tarifas públicas realizado em fevereiro, da reativação econômica e da redução das perdas produzidas pela inflação no valor real dos tributos arrecadados (o efeito Tanzi). Mas há que se considerar também as perdas devido à redução de impostos e retenções sobre exportações e



das tarifas alfandegárias. Na realidade, portanto, a viabilidade de se reestabelecer o equilíbrio fiscal nos próximos dois ou três meses permanece incerta.

Figura 4



A inexistência de um equilíbrio fiscal inequívoco – como o que existia no início de 1990 – aumenta o risco da conversibilidade, mas não a inviabiliza necessariamente. Do ponto de vista formal, como a posição em BONEX do Banco Central é incluída em suas reservas para fins da aferição do lastro de 100% exigido pelo artigo 4 da lei de conversibilidade, existe a possibilidade de emitir austrais para financiar o Tesouro contra o recebimento de BONEX pela autoridade monetária. Nesse sentido a posição do governo é confortável, pois está autorizado a emitir ainda US\$ 3 bilhões da série BONEX 90. É claro, entretanto, que do ponto de vista econômico isso pode não ser suficiente para evitar expectativas desestabilizadoras geradas por uma sequência de números fiscais desfavoráveis, que venham a ser suficientes para detonar um ataque especulativo contra as reservas do Banco Central. É bom lembrar, entretanto, que na maioria dos casos históricos de estabilização de hiperinflações (como, por exemplo, Alemanha de 1923 e Bolívia) a conversibilidade e a estabilidade de preços foram implantadas antes de que se lograsse um efetivo equilíbrio fiscal. Pode-se imaginar mesmo que o sucesso a curto prazo da conversibilidade venha a se transformar no melhor argumento político para o posterior aprofundamento do ajuste fiscal.

É importante, também, ao analisar os requisitos que apontamos anteriormente para a sustentação da conversibilidade, ter em mente a profundidade de dolarização que se está estabelecendo agora na Argentina. Pela nova lei de conversibilidade, nada impede que todos os preços, salários, contratos e relações financeiras venham a ser denominados em dólares, o que tornaria o austral irrelevante na prática (exceto como moeda de troco e para o pagamento de impostos). Em parti-

Quadro 2: Tesouro Nacional  
(bilhões de austrais de janeiro de 1991)

	1990												1991	
	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.
Despesa operacional	4586.40	3439.90	3129.00	3002.60	3756.90	4600.70	4347.50	4364.70	4139.30	3889.20	4068.60	3758.70	4358.00	5382.30
Despesas pessoais	2440.40	2703.90	2188.70	2086.30	2672.30	3294.70	3299.80	2846.70	2723.20	2637.10	2935.60	2398.50	3095.00	3745.20
Transferências	811.90	335.20	549.00	498.90	467.20	734.20	341.40	426.50	416.60	472.80	445.30	346.80	472.00	622.90
Outros gastos	1334.10	400.80	391.30	417.60	617.60	571.80	706.40	1091.50	999.40	579.40	688.80	1014.50	791.00	1014.30
Receitas	5349.40	4417.40	3833.80	4613.90	5188.60	5845.60	4896.00	5050.00	4100.60	4326.10	4595.10	3493.70	3836.00	3450.70
Déficit operacional	-762.90	-977.60	-704.90	-1611.00	-1431.80	-1244.90	-548.60	-685.30	38.70	-636.80	-525.30	264.90	521.00	1931.60
Despesa de juros	104.50	418.30	277.70	406.00	650.20	1169.60	524.90	690.30	398.30	1149.10	618.90	217.60	647.00	596.10
Necessidade de financiamento	-658.50	-559.20	-427.30	-1205.10	-781.60	-75.30	-23.70	4.90	449.50	512.30	92.40	482.50	1168.00	2527.80

cular, se o sistema bancário conseguir manter um elevado nível de confiança para os depósitos em contas correntes denominados em dólar (os chamados argendólares, que já chegam hoje a US\$ 3 bilhões), e o Banco Central exigir depósitos compulsórios sobre as contas correntes em dólar de proporção igual ou maior do que sobre as contas correntes em austral, o requisito de cobertura total da base monetária com reservas em moeda estrangeira pode ser abrandado.

Imagine, por exemplo, que o público, considerando que o nível de cobertura existente para a base não é satisfatório e temendo uma desvalorização cambial, decida transformar seus depósitos à vista em austrais em depósitos à vista em dólares. Digamos que o público ordene ao sistema bancário que transfira o equivalente a US\$ 500 milhões de suas contas correntes em austrais para suas contas correntes em dólares. Supondo que a taxa de depósito compulsório sobre os dois tipos de conta seja igual a 20%, os bancos teriam que usar o equivalente a US\$ 100 milhões de suas reservas em austrais no Banco Central para comprar reservas em dólares. Nesse caso, a autoridade monetária registraria um passivo monetário em dólares para com os bancos de US\$ 100 milhões, enquanto a base monetária em austrais seria reduzida em US\$ 100 milhões. A posição de reservas no ativo do Banco Central não seria afetada, apenas mudaria a composição dólar-austral da base monetária. A relação de cobertura entre reservas totais e base monetária em austrais até aumentaria! Isso só não aconteceria se o público decidisse mo-

ver-se de contas correntes em austrais para posições em dólar papel ou para contas correntes no exterior.

Do ponto de vista dos bancos comerciais, o ajuste a essa mudança de *portfolio* do setor privado seria muito simples se não houvesse a exigência de manter contabilidades separadas em dólar e austrais. Caso contrário, haveria a necessidade adicional de transformar o equivalente a US\$ 400 milhões de empréstimos em austrais em empréstimos em dólares. Isso, entretanto, não exigiria o saque de dólares adicionais das reservas do Banco Central, pois, com uma taxa de compulsório de 20%, o processo de multiplicação de depósitos no sistema bancário criaria os US\$ 400 milhões necessários a partir do aumento inicial de US\$ 100 milhões nas reservas em dólares dos bancos (sob a forma de créditos em dólar junto ao Banco Central, isto é, base monetária em dólares). Portanto, com um sistema bancário dolarizado, o setor privado passa a poder alterar a proporção de sua riqueza financeira denominada em dólares sem que o Banco Central perca um dólar sequer de suas reservas. Em certo sentido, o problema de confiança é deslocado da posição de reservas da autoridade monetária para a credibilidade das contas em dólar do sistema bancário. É claro que essa credibilidade não resistirá a um processo evidente de perda continuada de reservas do BC (devido a déficit no balanço de pagamentos ou fuga de dólares para o exterior) e, sob esse ponto de vista, todo o sistema continua lastreado naquela posição de reservas. Mas, por outro lado, a necessidade de cobertura integral da base monetária em austral torna-se relativamente menos importante.

Em conclusão, podemos dizer que a lei de conversibilidade argentina, a despeito de não se beneficiar de condições ideais para sua implementação, tem boa chance de sucesso. Os riscos seriam menores se a taxa de câmbio real estivesse um pouco mais desvalorizada e houvesse um equilíbrio fiscal consolidado. Mas o principal trunfo do plano é a possibilidade de uma dolarização ilimitada. Se a inflação no austral não se comportar, a moeda nacional pode terminar desaparecendo na prática, inclusive com o Banco Central tendo que usar suas reservas para a maior parte da base monetária remanescente em austrais. Tendo rompido os preconceitos em relação à dolarização – e isso a lei de conversibilidade parece ter feito – a Argentina está agora nitidamente num caminho sem volta: ou estabiliza o austral ou se dolariza completamente (*a la* Panamá). Qualquer das alternativas é, sem dúvida, muito melhor que a situação de inflação crônica dos últimos anos.

## Plano Cavallo de desdolarização

YOSHIAKI NAKANO

---

Na sua essência, o Plano Cavallo de estabilização consiste na fixação, por lei aprovada pelo Congresso Nacional, de uma relação constante de 1: 10.000 entre as reservas de ouro e divisas estrangeiras e a base monetária; portanto, a taxa de câmbio fica também fixa de acordo com aquela relação. Com isso, o Banco Central

fica obrigado a comprar e vender dólar para manter aquela paridade e proibido por lei de financiar com expansão monetária o déficit público ou as demandas do sistema bancário. O valor da base monetária, que é o passivo do Banco Central, tem que ser igual ao valor das reservas, à taxa prefixada.

Com este novo regime legal, pretende-se restaurar a confiança no austral emitido pela autoridade monetária, estabelecendo um regime monetário semelhante ao do “padrão-ouro”, agora lastreado em reservas em dólar. Com isso, os ativos monetários e financeiros retidos pela população argentina terão como contrapartida passivos privados ou públicos, neste último caso lastreados em reserva de ouro e divisas estrangeiras.

A pergunta básica que se coloca é: em que condições um programa desse tipo pode estabilizar definitivamente os preços?

Numa economia plenamente dolarizada – com todos os preços e contratos, inclusive os salários, expressos em dólar – e com perfeito equilíbrio nos preços relativos, portanto, com taxa de câmbio que permita um equilíbrio do balanço de pagamentos, e sem inconsistências distributivas e desequilíbrios macroeconômicos, a fixação da taxa de câmbio de forma sustentável pode interromper instantaneamente a inflação.

É importante observar, entretanto, que nestas condições a inflação seria neutra e simples desvalorização da moeda frente a todos os demais bens e serviços e ativos de toda natureza. Seria aquilo que na literatura econômica é conhecido como “bolha” de preços, em que as expectativas de inflação futura se autorrealizam, porque todos os agentes econômicos antecipadamente reajustam os seus preços de acordo com aquela expectativa. Outra situação inflacionária possível, apesar da existência de equilíbrio de todos os preços relativos e ausência de qualquer conflito, seria o caso da inflação causada pela simples expansão monetária. Em ambos os casos, se a economia estiver plenamente dolarizada, a mudança de regime monetário, agora lastreado em dólar (o que recomporia a confiança na moeda), e a fixação da taxa de câmbio promoveriam uma parada coordenada e instantânea da taxa de inflação.

Assim, a tarefa de controlar a inflação com origem única e exclusivamente monetária ou se ela fosse um fenômeno de “bolha” seria simples e ocorreria como num passe de mágica. Mas a realidade é bem mais complexa, e as causas da inflação crônica que assola tanto o Brasil como a Argentina são múltiplas, fortemente enraizadas no comportamento, envolvem grandes desequilíbrios de preços relativos e enormes ganhos e perdas de renda real, de forma que os diferentes agentes econômicos desenvolveram vigorosas estratégias defensivas e reagem distintamente e com muita força diante das políticas de estabilização.

Na hipótese de a inflação ser um fenômeno puramente monetário ou uma “bolha”, o sucesso de um programa de dolarização dependeria da taxa de câmbio fixa. Em outras palavras, nessa situação, a economia estaria em perfeito equilíbrio e plenamente estável; desde que a moeda utilizada seja uma moeda confiável (o dólar), basta a fixação sustentável da taxa de câmbio para a sua estabilização. A fixação da taxa de câmbio pararia a inflação – ou promoveria uma deflação de

alguns preços se necessário, de forma que não haveria uma desvalorização da taxa real de câmbio.

Neste caso, a estabilização da economia dependeria da existência de reservas cambiais em volume suficiente para fazer frente a qualquer ataque especulativo contra a moeda nacional. Do lado da oferta, as reservas cambiais dependem de a taxa real de câmbio estar num nível capaz de gerar saldos comerciais suficientes, e da livre e rápida mobilidade de capital em resposta à variação da taxa doméstica de juros. Alternativamente, um auxílio externo significativo poderia ajudar a sustentar reservas no nível necessário.

Do lado da demanda, para que as reservas cambiais existentes tenham poder de fogo contra os ataques especulativos, é necessário que a procura por dólar e ouro esteja sob controle. Isto pressupõe que o ajuste fiscal e o saneamento financeiro do setor público tenham sido feitos de modo perceptível e confiável para a sociedade, de forma que a restrição orçamentária intertemporal do setor público possa ser plenamente satisfeita. Em outras palavras, é preciso que o governo tenha um superávit primário sustentável para pagar a dívida, a dívida pública tem que ter sido eliminada de alguma forma, ou ter seus prazos prolongados e estar devidamente fundada, e o crédito ao governo tem que estar plenamente restabelecido. Sem isto, ou o governo geraria ativos financeiros (déficit público), ou existiria um estoque de ativos financeiros do governo sem confiança do público, que seriam fatores de pressão de demanda em relação às reservas. Consequentemente, estas ficariam sujeitas a ataques especulativos. Se a perspectiva de déficit for permanente, ou se o estoque de ativos líquidos em moeda do país for grande, as reservas em dólar necessárias teriam que ser muito maiores.

Na verdade, os requisitos acima citados – equilíbrio dos preços relativos (em dólar), resolução dos conflitos e ajuste fiscal e macroeconômico – estavam presentes, ou se constituíram, na fase terminal de todas as experiências históricas de hiperinflação, tanto na Europa pós-primeira e segunda guerras mundiais, como nas experiências mais recentes na América Latina, em Israel e na Iugoslávia. É importante lembrar que estas condições têm que se apresentar simultaneamente e de forma sustentável. No caso das hiperinflações com plena dolarização, a fixação da taxa de câmbio constitui o passo final para a parada coordenada da corrida de preços. Nos casos mais recentes, como o do México e Israel, na ausência de uma dolarização plena e dada a existência de inconsistências distributivas, foi necessário um prolongado congelamento de preços e um rigoroso pacto social, ao lado das medidas rigorosas de política fiscal e monetária. Mas o elemento vital para que a fixação da taxa de câmbio ancore nominalmente os preços foi o fato de que estas economias eram abertas (Israel) ou foram plenamente abertas (México) no momento da estabilização.

No caso argentino, não há dúvida de que os requisitos mencionados acima ainda não amadureceram plenamente. Desta forma, o Plano Cavallo deve ser interpretado como um programa brilhantemente concebido que simultaneamente contempla dois momentos. Num primeiro momento, dá um passo final no sentido de plena dolarização (com mudança do próprio Código Civil) e avança no sentido

da abertura da economia e promove uma reforma tributária profunda. Num segundo momento, promoverá a desdolarização da economia argentina, pois o novo regime legal cria as condições monetárias da passagem para a estabilidade e desdolarização, desde que as medidas do primeiro momento tenham pleno sucesso (eliminação definitiva das inconsistências distributivas com a dolarização, geração de superávit primário no setor público e plena abertura da economia).

Assim, o sucesso do plano dependerá do avanço do ajuste fiscal (geração de superávit primário de pelo menos US\$ 4 bilhões), que terá que ser percebido como permanente. O desempenho fiscal dos últimos meses é preocupante, mas é ainda cedo para avaliar e a esperança está na reforma tributária, que vem sendo implementada pelo Plano Cavallo, pretendendo aumentar a arrecadação pela simplificação e eliminação das fontes de evasão fiscal.

O reequilíbrio dos preços relativos e eliminação dos conflitos distributivos são também condições a serem construídas e nada garante que os atuais níveis salariais sejam aceitos pacificamente pelos trabalhadores quando a economia sair do sufoco hiperinflacionário. A ligeira retomada do nível de atividade depois do plano já trouxe alguma recuperação no salário real, que estava num nível extremamente baixo e já se traduz em pressão de custos em alguns setores. Sem que se atinja um salário e margem de lucro de equilíbrio, fixados em dólar e que sejam uma âncora adicional para os preços, a espiral para os preços, a espiral preço-salário poderá trazer rapidamente a inflação de volta.

O reequilíbrio dos preços relativos, além da remoção de fatores que viciam o funcionamento do mercado, exige a plena e efetiva abertura da economia, de forma que o vetor de preços internacionais, com câmbio fixo, seja a âncora nominal para os preços internos. Só com esta âncora, os preços internos poderão ter um eixo capaz de forçar quedas em alguns e aumento em outros setores, mantendo assim o nível de preços estável e equilibrado com a taxa de câmbio fixa. Neste sentido, também foram tomadas medidas corajosas de liberalização e redução das alíquotas alfandegárias (zero para matérias-primas, 11% para semimanufaturados e 22% para manufaturados) para uma média inferior a 9%. Aqui também os resultados não são imediatos numa economia como a argentina, pois a constituição de circuitos comerciais que permitam a entrada de importações competitivas leva tempo e implica investimentos.

Desta forma, o Plano Cavallo não deve ser interpretado como um plano para trazer a estabilização definitiva da economia argentina. Só quando todas as condições necessárias listadas anteriormente estiverem plenamente maduras é que a estabilização definitiva ocorrerá. Mas não se deve afastar a possibilidade de que a transição para a estabilidade se faça sem um novo surto inflacionário; basta que haja cooperação da sociedade, e que as mudanças já implementadas criem expectativas efetivas de que as condições necessárias para a estabilização estão realmente presentes, e de fato estejam presentes.

Qual a possibilidade de um plano de dolarização – semelhante ao da Argentina – ter sucesso no Brasil? Esta é uma pergunta que muitos vêm fazendo recentemente.

A análise retro responde implicitamente a pergunta. A simples mudança do regime monetário com dolarização do cruzeiro – estabelecendo um lastro em ouro e dólar e proibindo sua emissão para financiamento de déficit – só teria sucesso se as demais condições de estabilização mencionadas acima já estivessem maduras, ou, alternativamente, se a inflação brasileira fosse uma simples “bolha” de preços ou um fenômeno puramente monetário. Como isto não é verdade, não há nenhuma razão para acreditar que tal programa possa ser implementado com esperança de estabilização a curto prazo.

Mas o plano de dolarização tem sido proposto por alguns economistas como um meio de permitir uma transição mais tranquila para a estabilidade, processo este que levaria ainda alguns anos até que as demais condições de estabilidade sejam criadas. Neste sentido, a dolarização pode ter diversos enfoques.

Primeiro, seria a implantação de um plano semelhante ao da Argentina, em que o cruzeiro se tornaria conversível a uma taxa fixa, provavelmente depois de uma maxidesvalorização, e a sua emissão teria que ser lastreada em reservas de ouro ou dólar. Neste caso, abandona-se a política monetária ativa para controlar a inflação, e a fixação da taxa de câmbio como âncora nominal para os preços e a recomposição da confiança nos cruzeiros seriam os instrumentos básicos para controlar a inflação. Com taxa de câmbio fixa, a política monetária seria totalmente passiva, e a variação na taxa de juros através da entrada e saída de dólares do país (se existir) seria o mecanismo que ajustaria a oferta e demanda de moeda no país. Com fixação da taxa de câmbio, presumivelmente em lei aprovada pelo Congresso, se abriria mão também da política cambial. Uma regra deste tipo tem a vantagem de fixar uma diretriz estável de política monetária, aceitando o fato de que a oferta de moeda é endógena (determinada pela demanda), evitando submeter o país a políticas tão desastrosas como aquela que foi inutilmente implantada no ano passado. Por outro lado, se a dolarização for completa, incluindo os salários, seria neutra do ponto de vista distributivo e corresponderia a uma reindexação plena da economia. Do ponto de vista da sua eficácia para controlar a inflação, esta dolarização só terá sucesso quando o setor público estiver totalmente ajustado, os preços relativos estiverem equilibrados, os salários forem aceitáveis para os trabalhadores e a taxa de câmbio fixa ancorar os preços (isto é, se a economia estiver plenamente aberta).

Propostas menos abrangentes de dolarização envolvem normalmente a criação de um título público lastreado em dólar ou ouro. Neste caso, reconhece-se que a estabilização envolve fortes ajustes, reformas e a constituição de novas instituições e que isto levaria anos. Neste intervalo, a introdução de um título como tal – que adquiriria confiança por ser lastreado e com emissão limitada – poderia trazer maior tranquilidade ao mercado financeiro e serviria como indexador confiável, isto é, uma nova moeda paralela, sem se constituir num meio de pagamento, mas que seria crescentemente utilizada pela sociedade por ser reserva de valor e indicador de poder aquisitivo real. Quando as demais condições para a estabilização estiverem maduras, e a nova moeda estiver sendo utilizada universalmente, uma reforma monetária poria fim ao processo inflacionário.

O segundo tipo de proposta envolve diversos pressupostos para que o título lastreado em ouro/dólar tenha poder estabilizador e sirva de moeda paralela confiável. Primeiro, pressupõe que o governo, ou o Banco Central, seria um guardião confiável dos lastros (ouro e dólar) para a sociedade brasileira, ou seja, não haveria expectativa de novas tributações e confiscas. Em outras palavras, acredita-se que a acumulação de reservas de ouro/dólar recomporia a confiança no Tesouro Nacional, mesmo antes de haver um ajuste fiscal mais forte, saneamento de todas as dívidas financeiras do setor público e garantias institucionais.

Em segundo lugar, pressupõe que seria possível haver um mecanismo de fixação da taxa de câmbio ou da cotação do ouro (presumivelmente através de um mercado totalmente livre), que seria capaz de preservá-los enquanto reserva de valor e indicador de poder aquisitivo real, e de modo plenamente confiável para os agentes econômicos. Mesmo que fosse possível preservar de forma estável o poder aquisitivo real médio, as fortes oscilações dos preços relativos, em cruzeiros, podem transformar o ouro ou o dólar em moedas sujeitas à valorização ou desvalorização real, portanto, com confiança limitada e sujeitos a movimentos especulativos.

Em outras palavras, a introdução de um título lastreado em ouro ou dólar não neutraliza a inflação em cruzeiros, pois as mudanças nos preços relativos em cruzeiros determinarão as rentabilidades reais (ou custos relativos) dos ativos e dos bens, e elas continuarão sendo vitais para os agentes econômicos, de forma que cada agente continuará guiando as suas decisões de acordo com o seu índice de preços relativos.

Desta forma, as propostas de dolarização pressupõem para o seu sucesso as mesmas condições que qualquer outro programa de estabilização. No caso da Argentina, como o processo de dolarização estava bastante avançado, e com a exaustão dos planos ortodoxos ou heterodoxos, a dolarização foi um recurso final em que o Estado abre mão da sua própria soberania (emitir moeda nacional), impondo a si mesmo, através da lei aprovada no Congresso Nacional, um novo regime monetário e cambial. Se o novo regime legal tiver força para promover o ajuste fiscal, e se o fato de os salários e os preços serem expressos em dólar ajudar os empresários e trabalhadores a chegarem a um acordo duradouro, o caminho para a estabilização ficará mais próximo.

Existe ainda mais uma distância entre o caso brasileiro e o argentino, pois a dolarização aqui é ainda restrita e nunca tivemos regime de liberdade cambial, como lá. Portanto, como não existem mágicas em economia, a dolarização pode, eventualmente, ajudar a fazer as reformas e os ajustes necessários, mas por si só não constitui solução. De qualquer forma, se as reformas, os ajustes e os pactos entre trabalhadores e empresários não ocorrerem, novos surtos inflacionários serão inevitáveis e, com isso, teremos também o avanço do processo de dolarização.



# Lei De Conversibilidade do Austral

---

## I

### Da Conversibilidade do Austral

“Art. 1º – Declara-se a conversibilidade do Austral com o Dólar dos Estados Unidos de Norte-América a partir de 1º. de abril de 1991, a uma relação de dez mil (10.000) austrais por cada dólar, para venda, nas condições estabelecidas peia presente lei.

“Art. 2º – O Banco Central da República Argentina venderá as divisas que lhe sejam requeridas para operações de conversão à relação estabelecida no artigo anterior, devendo retirar de circulação os austrais recebidos em troca.

“Art. 3º – O Banco Central da República Argentina poderá comprar divisas a preços de mercado, com seus próprios recursos, por conta e ordem do Governo Nacional, ou emitindo os austrais necessários a tal fim.

“Art. 4º – As reservas de livre disponibilidade do Banco Central da República Argentina em ouro e divisas estrangeiras serão sempre equivalentes a, pelo menos, cem por cento (100%) da base monetária. Quando as reservas forem aplicadas em depósitos, outras operações a juros, ou em títulos públicos nacionais ou estrangeiros pagáveis em ouro, metais preciosos, dólares estadunidenses ou outras divisas de similar solvência, seu cômputo para os fins desta lei se efetuará a valores de mercado.

“Art. 5º – O Banco Central da República Argentina deverá introduzir as modificações pertinentes em seu balanço e registros contábeis para refletir, por um lado, a soma, a composição e a forma de aplicação das reservas de livre disponibilidade, e, por outro, a soma e a composição da base monetária.

“Art. 6º – Os bens que integram as reservas mencionadas no artigo anterior constituem garantia comum da base monetária, são inembargáveis e podem aplicar-se exclusivamente aos fins previstos na presente lei. A base monetária está constituída pelo circulação monetária mais os depósitos à vista das entidades financeiras no Banco Central da República Argentina, em conta corrente ou contas especiais.

## II

### Da Lei de Circulação do Austral Conversível

“Art. 7º – O devedor de uma obrigação de pagar uma soma determinada de austrais cumpre sua obrigação pagando no dia de seu vencimento a quantidade nominalmente expressa. Em nenhum caso se admitirá a atualização monetária, indexação por preços, variação de custos ou repotencialização de divisas, qualquer que seja a causa, haja ou não mora do devedor, com posterioridade ao dia 1º de

abril de 1991, em que entra em vigor a conversibilidade do Austral. Serão nulas, de nulidade absoluta, as disposições legais, regulamentares, judiciais, contratuais ou convencionadas que contrariem o disposto.

“Art. 8<sup>o</sup> – Os mecanismos de atualização monetária ou repotencialização de créditos dispostos em sentenças judiciais relacionadas com quantias expressas em austrais não conversíveis aplicar-se-ão exclusivamente até o dia 1<sup>o</sup> de abril de 1991, não se criando obrigação de novos ajustes por tais conceitos com posterioridade a esse momento.

“Art. 9<sup>o</sup> – Em todas as relações jurídicas nascidas com anterioridade à conversibilidade do Austral, nas que existam prestações pendentes de cumprimento por ambas as partes, ou naquelas de execução continuada com prestações e contraprestações periódicas, o preço, cota ou aluguel a pagar pelo bem, na prestação do serviço ou período posterior a ela, determinar-se-á pela aplicação dos mecanismos previstos legal, regulamentar ou contratualmente, salvo se tal ajuste for doze por cento (12%) superior ao que surja da evolução da cotação do Austral em dólares estadunidenses entre a origem da obrigação ou o mês de maio de 1990, o que for posterior, e o dia 1<sup>o</sup> do mês de abril de 1991, nas condições que determine a regulamentação. Nesse último caso, a obrigação de quem deve pagar a quantia de dinheiro se cancelará com a quantidade de austrais que corresponda à atualização pela evolução do dólar estadunidense pelo período indicado, com mais doze por cento (12%), sendo-lhe não oponíveis as estipulações ou condições originais.

“Art. 10<sup>o</sup> – Revogam-se, com efeito a partir de 1<sup>o</sup> do mês de abril de 1991, todas as normas legais ou regulamentárias que estabelecem ou autorizam a indexação por preços, atualização monetária, variação de custos ou qualquer outra forma de repotencialização das dívidas, impostos, preços ou tarifa de bens ou serviços. Essa revogação aplicar-se-á ainda às relações ou situações jurídicas existentes, não podendo aplicar-se ou ser invocada nenhuma cláusula legal, regulamentária, contratual ou convencionada – inclusive convênios coletivos de trabalho – de data anterior, como causa de ajuste nas quantias em austrais que corresponda pagar senão até o dia 1<sup>o</sup> de abril de 1991, em que entra em vigor a conversibilidade do Austral.

“Art. 11<sup>o</sup> – Modificam-se os artigos 617, 619 e 623 do Código Civil, que ficarão redigidos da seguinte forma:

“Art. 617 – Se pelo ato pelo qual se constitui a obrigação, se houver estipulado dar moeda que não seja de curso legal na República, a obrigação deve considerar-se como de dar quantias de dinheiro”.

“Art. 619 – Se a obrigação do devedor for de entregar uma soma de determinada espécie ou qualidade de moeda, cumpre a obrigação dando a espécie designada, no dia de seu vencimento”.

“Art. 623 – Não se devem juros sobre juros, senão por convenção expressa que autorize sua acumulação ao capital com periodicidade que acordem as partes, ou, quando liquidada a dívida judicialmente com os juros, o juiz mandar pagar a soma que resultar e o devedor for moroso em fazê-lo. Serão válidos os acordos de capi-

talização de juros que se baseiam na evolução periódica da taxa de juros de mercado”.

“Art. 12º – No caso de mora do devedor aplicar-se-ão as estipulações sobre danos e juros previstas no Código Civil.

“Art. 13º – Devido ao diferente regime jurídico aplicável ao Austral, antes e depois de sua conversibilidade, deve-se considerá-lo para todos os efeitos como uma nova moeda. Para facilitar tal diferenciação, faculta-se ao Poder Executivo Nacional substituir no futuro a denominação e expressão numérica do Austral, respeitando a relação de conversão que surge do Artigo 1º.

“Art. 14º – A presente lei é de ordem pública. Nenhuma pessoa pode alegar contra essa lei direitos irrevogavelmente adquiridos. Revoga-se toda outra disposição que se oponha ao que nesta lei está disposto.”

