

Risco de crédito substituiu o risco monetário

Martin Wolf, Financial Times

Para resistir à sedução das sereias inflacionárias, a Argentina amarrou-se ao mastro de seu plano de conversibilidade. Hoje, porém, o país corre o risco de naufragar, como resultado dos choques da economia contra os rochedos da recessão.

Segundo os argumentos em defesa de rígidos regimes monetários, como o do "currency board", da adoção da moeda de um outro país ou da participação numa união monetária, eles garantem disciplina monetária e eliminam o risco monetário. Mas esses riscos apenas assumem novas formas. Na Argentina, inflação e risco monetário converteram-se em risco de crédito.

O aspecto trágico é que o desempenho econômico argentino melhorou sensivelmente na década de 1990. Em 1913, a Argentina ocupava o décimo lugar entre os países mais ricos do mundo. Mas em 1990, sua renda per capita tinha caído para 40% da média na Europa Ocidental.

Então, entre 1990 e 1998, o produto interno bruto (PIB) per capita cresceu 42%. Nesse período, a economia cresceu 60%, contra cerca de 25% no México e no Brasil.

Infelizmente, isso não durou. A economia está em prolongada recessão. Dois ministros da Economia caíram em poucas semanas. Em um lance desesperado, o presidente Fernando de la Rúa trouxe de volta ao posto o economista Domingo Cavallo, arquiteto das reformas originais.

O que foi que deu errado? Circunstâncias externas desfavoráveis - as crises financeiras nos mercados emergentes em 1997 e 1998, uma acentuada deterioração nas condições do comércio, a desvalorização do real brasileiro e a valorização do dólar americano - causaram um impacto negativo na economia.

Devido ao câmbio atrelado, esses choques resultaram numa grande perda de competitividade. Se tomarmos como base os custos unitários relativos de mão-de-obra, infere-se que houve uma apreciação de aproximadamente 33% no câmbio entre o início de 1998 e meados de 1999.

O atrelamento ao dólar produziu deflação. Entre setembro de 1998 e fevereiro deste ano, os preços ao consumidor nos EUA subiram 8%. No mesmo período, na Argentina, os preços caíram 3%. Com tempo

suficiente, o ajuste nos preços relativos restabelecerá a competitividade. Mas o tempo está passando e o sofrimento continua: no final de 2000, o PIB per capita era cerca de 8% menor do que em seu pico, no segundo trimestre de 1998.

Essa prolongada deflação não se deve unicamente à perda de competitividade. Igualmente importantes são as altas taxas de juros reais. As taxas de juros básicas reais, em pesos, têm ficado em torno de um patamar de 10%. No longo prazo, as taxas de juro reais em dólares vêm alcançando patamares ainda mais altos. Com um spread de 850 pontos-base em relação aos títulos do Tesouro americano, o governo argentino, na prática, está tomando empréstimos a uma taxa de juros real de quase 15% diante dos movimentos no nível de preços doméstico.

Essas elevadas taxas de juro reais não apenas provocam contração da economia; elas são insustentáveis. As dívidas pública e externa argentinas equivalem, ambas, a pouco mais de 50% de PIB. Isso seria administrável em relação às taxas de juros pagas pelos países de renda elevada, mas não ao daquelas pagas pela Argentina.

Essas altas taxas de juros refletem as percepções da fragilidade política argentina. Essa percepção, por sua vez, é agravada pela recessão. Assim, o sistema que eliminou a inflação e o risco cambial cria uma espiral viciosa descendente, caracterizada pela deterioração do risco de crédito, com aprofundamento da recessão, o que repercute negativamente no risco de crédito.

No longo prazo, ressurgem os riscos cambial e inflacionário. Hoje, não apenas estão disparando os spreads sobre a tomada de empréstimos em dólar em relação aos títulos do Tesouro dos EUA como também está aumentando a disparidade entre as taxas sobre empréstimos em pesos e em dólares.

Se o câmbio estivesse flutuando, essas taxas seriam iguais. Na segunda-feira, porém, o spread sobre empréstimos para três meses no mercado interbancário estava em 481 pontos-base, em comparação com um spread habitual em torno de 100 pontos.

O "currency board" argentino é sólido. Além disso, o governo pode sobreviver por algum tempo sem tomar novos empréstimos. Mas se ele não formular um programa convincente e politicamente aceitável, o país será levado à inadimplência ou a se decidir por uma desvalorização - ou mesmo a fazer as duas coisas.

Será que Cavallo poderá conseguir melhores resultados do que seus

antecessores? "Sim, mas com dificuldades", é a resposta. Conceitualmente, a Argentina tem apenas três opções: continuar lutando contra as dificuldades, suspender o pagamento de sua dívida ou desvalorizar o peso.

A primeira opção poderia funcionar se um novo pacote restabelecesse a confiança ao mercado e o crescimento econômico. Se ocorresse uma retomada do crescimento, a confiança seria restabelecida. Com confiança, o crescimento melhoraria. Mas, diante da percepção de que o câmbio, embora esteja melhorando, está sobrevalorizado, e que o presidente, embora seja esforçado, é fraco, seria necessário um milagre para que isso desse certo.

A segunda opção é a suspensão do pagamento da dívida. Conforme já argumentei anteriormente, a dívida é insustentável nas atuais taxas de juros reais e das prováveis taxas de crescimento futuras, na ausência de melhorias nas contas fiscal e externa. É perfeitamente razoável conceber um pacote com o objetivo de dar suporte ao crescimento e credibilidade à sustentabilidade fiscal no médio prazo, mas isso poderá não funcionar. Uma renegociação estruturada da dívida seria preferível ao caos.

A terceira opção é a desvalorização. A maioria dos observadores considera o câmbio flutuante preferível ao atual atrelamento monetário. Mas a Argentina está muito dolarizada e, se a confiança diminuir, a tendência é aprofundar ainda mais essa dolarização. É, portanto, difícil ver como o país poderia avançar sem sucatear grande parte do setor privado. A desvalorização parece muito difícil, mas a alternativa oposta, a dolarização, é simplesmente irrelevante. O principal problema da economia é agora o risco de crédito, e não o risco monetário. A dolarização não mudaria o risco de crédito.