

Argentina: uma crise paradigmática

PAULO NOGUEIRA BATISTA JR.

A Paulo Pereira Lira
(*in memoriam*)

A CRISE ECONÔMICA da Argentina constitui uma experiência paradigmática. O seu desfecho terá influência sobre a percepção internacional de diversas questões importantes ou potencialmente importantes para o Brasil. Por exemplo: a viabilidade do Mercosul, as negociações relativas à eventual formação de uma área de livre comércio nas Américas, a sobrevivência das moedas nacionais na periferia do sistema internacional, o futuro dos mercados “emergentes” e seu acesso a crédito externo, o papel do FMI e de outras entidades multilaterais de financiamento, a validade da moratória como instrumento de negociação e proteção do devedor, o formato e as modalidades de reestruturação de dívidas soberanas. Tudo isso está em jogo no caso argentino.

Nos últimos 10 anos, a Argentina foi transformada em uma espécie de laboratório para as doutrinas e políticas econômicas preconizadas pelo chamado Consenso de Washington. Poucas nações, mesmo na América Latina, foram tão longe em matéria de liberalização, integração internacional e cessão unilateral de aspectos essenciais da autonomia da política econômica nacional.

No campo monetário e cambial, a Argentina regrediu, entre 1991 e 2001, ao *currency board* (conselho da moeda) concebido no século XIX para as colônias africanas, asiáticas e caribenhas da Inglaterra e outras metrópoles europeias (1). Não obstante o seu anacronismo, o modelo monetário implantado pelo ministro Cavallo, no primeiro governo Menem, era elogiado, até há poucos anos, *urbi et orbi* – e apontado como exemplo a ser seguido por países como o Brasil, o México, a Rússia e diversos outros.

Com a introdução do *currency board*, por meio da lei de conversibilidade de 1991, a moeda argentina permaneceria, por mais de 10 anos, atrelada ao dólar dos EUA na paridade de um para um. O modelo do *currency board*, recomendado particularmente para países que, como a Argentina, experimentaram crises monetárias agudas e prolongadas, é uma variante rígida da ancoragem cambial. As suas características principais são:

- a fixação da taxa de câmbio em relação ao dólar (ou alguma outra moeda de credibilidade internacional);
- a conversibilidade (a eliminação de restrições à transformação de moeda nacional em moeda estrangeira e vice-versa);

- a definição de um “lastro” para a moeda nacional (uma regra que subordina a emissão de passivos monetários à existência de reservas em dólares) (2).

A inflexibilidade desse modelo faz parte da sua essência mesma: o que se busca é justamente uma “camisa-de-força” que impeça o Estado nacional desacreditado de se valer da flexibilidade monetária e cambial para voltar a cometer abusos inflacionários. A idéia básica é trocar flexibilidade por credibilidade. Essa última passa a ser “importada” de uma moeda forte, de reputação inquestionável, como o dólar.

A lei de conversibilidade argentina concedeu, além disso, pleno respaldo jurídico aos contratos denominados em moeda estrangeira (3), aspecto do regime monetário que se revelaria particularmente problemático. Ao quebrar o monopólio legal da moeda nacional, a lei de conversibilidade favoreceu a consolidação de um sistema bimonetário em que o peso conversível circulava paralelamente ao dólar. Até a pesificação compulsória, estabelecida pelo governo Duhalde no início de 2002, a maior parte dos empréstimos e depósitos dentro da Argentina era denominada em dólares, com plena garantia legal. Tarifas de serviços públicos e contratos, como alugueis, também eram expressos em dólares.

A despeito do sucesso no combate à inflação durante dez anos consecutivos – de 1995 em diante a inflação na Argentina foi até mesmo um pouco **inferior** à dos EUA (4) –, a moeda nacional não ganhou espaço dentro da economia argentina. Persistiu a ampla dolarização das operações financeiras e dos contratos internos, confirmando experiências anteriores em que o uso interno da moeda estrangeira forte se revelara um fenômeno difícil, senão impossível, de reverter espontaneamente (5). No caso da Argentina, assim como nos anteriores, a desdolarização viria a ocorrer de forma compulsória, por meio de uma reforma monetária coordenada pelo governo nacional.

Nos anos iniciais, o *currency board* argentino parecia um regime monetário promissor. A hiperinflação foi rapidamente debelada e, até 1997, a economia cresceu a taxas significativas, recuperando parte do terreno perdido durante a longa crise inflacionária dos anos 70 e 80 (6). Nessa fase, só houve recessão em 1995, em consequência das repercussões da crise no México – uma primeira indicação da suscetibilidade do rígido modelo argentino a choques externos.

O quadro modificou-se com as repercussões das crises no leste da Ásia em 1997 e na Rússia em 1998. Daí em diante, cresceram as evidências de que a Argentina era especialmente vulnerável à sucessão de choques internacionais que atingiam os mercados “emergentes”. A credibilidade do *currency board* começou a ser posta em xeque. Tornou-se cada vez mais claro que a crise econômica argentina era, em larga medida, uma crise monetária, decorrente da rigidez e do caráter anacrônico do modelo implantado pelo governo Menem em 1991.

A agonia prolongada do *currency board* argentino teria conseqüências dramáticas, não previstas nem mesmo pelos seus críticos mais contundentes. Em 2000 e 2001, o presidente De la Rúa, eleito em oposição ao desgastado governo Menem, insistiu em preservar, a todo o custo, o regime monetário-cambial. Essa insistência produziria um verdadeiro desastre econômico e terminaria por provocar a sua renúncia em dezembro de 2001. Em meio ao caos econômico, político e social, o governo Duhalde iniciou, em janeiro de 2002, uma completa revisão do sistema monetário argentino.

O propósito do autor neste ensaio, redigido em fins de fevereiro de 2002, foi discutir os aspectos monetários e cambiais da crise argentina. O trabalho está organizado da seguinte maneira: na seção “Dependência monetária” são examinados, em termos gerais, os problemas macroeconômicos decorrentes do abandono da independência monetária e cambial. Na seção subsequente, “A Argentina como contramodelo”, a experiência do país no período 1998-2001 é apresentada como uma comprovação prática dos custos da subordinação monetária (7). Na seção final, “A reconstrução da moeda nacional na Argentina”, são discutidos brevemente os primeiros passos do governo Duhalde em matéria de reforma monetária e cambial.

Dependência monetária

A lei de conversibilidade argentina pode ser vista como uma espécie de “declaração de dependência monetária”. E a experiência da Argentina desde 1991, como um teste de certas teses econômicas recomendadas aos países da periferia. Nos anos 80 consolidou-se todo um corpo de doutrina que, em nome do combate à inflação, pregava a subordinação a uma moeda forte e confiável, como o mais eficiente (ou até o único) caminho para países em desenvolvimento. De acordo com as versões mais extremadas dessa escola de pensamento, moeda nacional fiduciária era um luxo de país desenvolvido.

Países acoçados por graves crises inflacionárias, como a Argentina, tornaram-se candidatos preferenciais a experimentos monetários baseados nesse tipo de doutrina (8). Perdeu-se de vista que o abandono da autonomia monetária e cambial pode ter conseqüências muito graves.

O problema central da dependência monetária reside nas freqüentes discrepâncias entre as prioridades e necessidades do país emissor da moeda âncora e as do país emissor da moeda ancorada (ou do país que adota uma moeda estrangeira como moeda). As situações macroeconômicas nacionais e, portanto, as políticas requeridas em cada momento costumam divergir consideravelmente. Não existe sincronia entre os ciclos econômicos nacionais e os países estão sujeitos a choques assimétricos, isto é, a choques exógenos que atingem as economias nacionais de forma diferenciada. Por esses e outros motivos, é de importância vital preservar a capacidade de definir autonomamente as políticas monetária e cambial.

Nada disso era objeto de grande controvérsia há 15 ou 20 anos. Porém, a regressão do debate econômico na América Latina nos anos 80 e 90 levou a que fossem esquecidas, ou relegadas a segundo plano, noções antes tidas como evidentes.

A ideologia da “globalização” – diga-se de passagem – teve o seu papel nessa regressão. Não se levou na devida conta o caráter desigual ou assimétrico do processo de internacionalização das décadas recentes. A integração dos mercados cambiais e financeiros de curto prazo foi muito intensa, mas não houve movimento comparável de interligação dos mercados de bens, de capital a longo prazo e de trabalho. Mesmo na presença de laços comerciais e financeiros importantes entre as economias, é comum a persistência de acentuadas diferenças entre as situações macroeconômicas nacionais. Assim, não é, em geral, recomendável abdicar da possibilidade de adequar as taxas de juro e de câmbio às circunstâncias nacionais.

Considere-se, por exemplo, uma situação em que a economia do país emissor da moeda âncora esteja superaquecida e a economia monetariamente dependente, em recessão. Para simplificar um pouco a exposição, chamemos a primeira de economia central e a segunda de economia dependente. Esta última pode estar rigidamente ancorada na moeda estrangeira forte (o dólar ou o euro, por exemplo), em um esquema de *currency board*, ou ter adotado diretamente a moeda estrangeira como moeda de curso legal.

Estando superaquecida, a economia central precisa, em princípio, de taxas de juro mais altas e de contenção da oferta de crédito. Já a economia dependente, em recessão, requer o contrário: juros mais baixos e ampliação do crédito. No entanto, como quem comanda é o banco central emissor da moeda âncora, os juros sobem e o crédito se retrai nos dois países. Isso pode resolver os problemas da economia central, mas agrava os da economia dependente, provocando contração adicional da demanda de consumo e de investimento e deprimindo ainda mais os níveis de produção e de emprego. A política monetária anticíclica do banco central emissor da moeda âncora se converte, na economia dependente, em uma política monetária prócíclica, de efeitos contraproducentes. As restrições à mobilidade internacional do trabalho tornam o problema mais sério, na medida em que impedem, ou dificultam muito, a migração de trabalhadores desempregados da economia dependente em recessão para a economia central aquecida.

A alta das taxas de juro também costuma criar ou agravar problemas na área cambial. Dado que as economias centrais e a maioria das economias em desenvolvimento operam em regime de câmbio flutuante ou de certa flexibilidade cambial, juros mais altos na economia central tendem a provocar valorização da moeda escolhida como âncora em relação a outras moedas. Quando essas outras moedas são relevantes para o comércio exterior da economia dependente, o resultado é uma valorização efetiva da moeda ancorada, como aconteceu com o peso argentino nos anos recentes.

Para a economia central superaquecida, que esteja correndo riscos de descontrole inflacionário, uma valorização cambial pode ser oportuna, pois ajuda a arrefecer a demanda por produção interna e deprime os preços dos bens e serviços comercializáveis internacionalmente. Para a economia dependente, contudo, a valorização cambial não será, em geral, benéfica. Primeiro, porque a valorização reforça o efeito recessivo dos juros mais altos, na medida em que diminui a competitividade das exportações e induz à substituição de produção doméstica por importações. Segundo, porque processos de ancoragem cambial ou unificação monetária costumam produzir, na sua etapa inicial, uma valorização real da moeda ancorada em relação à própria moeda âncora ou um aumento dos preços e salários na economia dependente, expressos na moeda âncora. A vasta experiência internacional com regimes mais ou menos rígidos de ancoragem cambial mostra que é relativamente lenta a convergência da taxa de inflação na economia dependente à taxa de inflação na economia central. Desse modo, a valorização efetiva adicional, resultante da apreciação da moeda âncora em relação a outras moedas relevantes para a economia dependente, vem geralmente se adicionar a um problema preexistente de sobrevalorização da taxa de câmbio bilateral com a moeda âncora.

Na economia dependente, a alta prócíclica das taxas de juro pode dar início a um movimento perverso, de caráter autofágico. O aumento do custo e a diminuição da disponibilidade de crédito doméstico, aliados à valorização cambial da moeda âncora provocada pela alta dos juros na economia central, deprimem, como vimos, o nível já reduzido de atividade e emprego na economia. Esse agravamento da recessão e do desemprego prejudica a arrecadação tributária e aumenta certos tipos de gasto público, como a assistência aos desempregados. Além disso, se existir uma dívida interna significativa, de curto prazo ou referenciada à taxa de juro de curto prazo, a elevação dos juros resulta, também, em aumento do custo da dívida pública. O resultado é o crescimento do déficit e das necessidades de financiamento do governo.

Diante da elevação do déficit governamental, os mercados financeiros internos e externos se assustam, o que acarreta uma diminuição da oferta de crédito ao setor público e ao país como um todo. A dificuldade de financiar um déficit maior acaba levando o governo a adotar uma política prócíclica também no campo fiscal.

Em outras palavras, com a economia em plena recessão, o governo é pressionado a apertar a política fiscal, isto é, a aumentar impostos ou cortar gastos. Provoca, assim, mais recessão e mais desemprego. E, na seqüência, novos efeitos adversos sobre as próprias contas públicas, suscitando novos ajustes fiscais, novas pressões recessivas e assim por diante. Um círculo vicioso que pode terminar em uma grande depressão.

O quadro de depressão no nível de atividade econômica, quando persiste por vários anos, acaba minando a capacidade de pagamento do setor público e desestabilizando o sistema financeiro. O refinanciamento voluntário da dívida pública interna e externa torna-se progressivamente mais difícil, o que pode, no limite, levar a uma interrupção de pagamentos. A recessão e o desemprego também reduzem a viabilidade financeira das famílias e empresas endividadas. A crescente inadimplência dos devedores públicos e privados do sistema financeiro converte-se em desconfiança cada vez mais generalizada em relação aos bancos e demais entidades financeiras. Dependendo das circunstâncias, o desfecho pode ser uma corrida bancária no estilo das que eram comuns no século XIX, isto é, uma crise sistêmica, desencadeada por saques de depósitos e fuga de capitais para o exterior.

O resultado é paradoxal. A inflexibilidade do *currency board*, característica que, como vimos, asseguraria credibilidade ao sistema monetário do país, transforma-se em uma causa de erosão da confiança. Como a moeda nacional é conversível em moeda estrangeira a uma taxa de câmbio fixa, e como a sua emissão está atrelada à disponibilidade de reservas internacionais, a autoridade monetária não tem condições de atuar de forma compensatória em momentos de crise financeira. Esgotadas eventuais reservas excedentes de divisas, o *currency board* não pode funcionar como emprestador de última instância para o sistema financeiro. Tampouco possui flexibilidade para realizar uma emissão monetária emergencial na eventualidade de dificuldades de refinanciamento voluntário da dívida pública interna em moeda nacional. Evidentemente, a situação é ainda pior se uma grande parte dos depósitos bancários e da dívida pública interna estiver expressa em dólares e deva ser liquidada diretamente nessa moeda. Por ironia, um regime concebido para inspirar credibilidade converte-se em um fator que aumenta o risco de moratórias e colapsos bancários.

A Argentina como contramodelo

As vicissitudes da Argentina desde 1998, e especialmente em 2001-2002, representam uma ilustração dramática dos custos associados ao abandono da autonomia monetária e cambial. O *currency board* implantado em 1991 funcionou bem enquanto o ambiente externo era favorável, isto é, enquanto a Argentina, mercado “emergente” supostamente promissor, conseguiu atrair grandes volumes de capital estrangeiro e o Brasil ajudou via Mercosul e persistente sobrevalorização do real.

Como foi indicado na introdução, porém, a partir de 1997-98 a Argentina, assim como outros mercados “emergentes”, sofreu uma sucessão de choques externos: a contração da oferta de capitais estrangeiros em decorrência das crises no leste da Ásia e na Rússia, um declínio dos termos de intercâmbio externo, a crise do Brasil e a desvalorização acentuada do real, a desaceleração marcada da economia dos EUA, entre outros.

A rigidez do modelo monetário e cambial revelou-se então uma desvantagem muito maior do que admitiam os seus inúmeros defensores dentro e fora da Argentina. A economia mergulhou em uma recessão prolongada e as taxas de desemprego aumentaram de forma considerável. Os preços ao consumidor chegaram a registrar pequena deflação de 1999 a 2001. Até 2000, apesar da recessão, os déficits no balanço de pagamentos em conta corrente permaneceram elevados, uma clara indicação de que o peso estava gravemente sobrevalorizado. O desequilíbrio externo corrente só cedeu de maneira mais acentuada em 2001, em resposta ao aprofundamento da tendência recessiva e à retração adicional da oferta de capitais estrangeiros para a Argentina (9).

Uma economia nessa situação precisaria, normalmente, de uma desvalorização cambial substancial, capaz de contribuir para reativar a economia deprimida e reduzir a sua dependência em relação a capitais externos. Precisaria, também, de políticas monetárias e fiscais, que estimulassem a demanda interna.

Preso à camisa-de-força do *currency board*, a Argentina foi obrigada a fazer o oposto. O peso registrou acentuada valorização, em termos efetivos, como reflexo da valorização do dólar em relação a terceiras moedas. As taxas de juro internas subiram consideravelmente, acompanhando a deterioração do cenário externo e, durante determinada fase, a elevação das taxas de juro nos EUA. Na ânsia de cumprir metas negociadas com o FMI, recuperar a confiança dos mercados financeiros e o acesso a crédito externo, sucessivos ministros da Economia dos governos Menem e De la Rúa implementaram, ou tentaram implementar, programas de austeridade fiscal, envolvendo aumentos de tributos e cortes de gastos governamentais. A combinação de juros em alta e ajustes fiscais agravou a recessão e o desemprego, sem alcançar o objetivo de restabelecer a confiança dos mercados e os influxos de capital. Até porque a recessão, o desemprego e as elevadas de taxas de juro inviabilizaram o controle do déficit fiscal e do crescimento da dívida pública, aumentando o risco percebido em operações com a Argentina.

A inflexibilidade cambial é particularmente problemática para um país com comércio exterior geograficamente diversificado como a Argentina. O comércio da Argentina não está concentrado com os EUA. O Brasil e a União Européia têm peso maior do que os EUA nos fluxos de exportação e importação argentinos. O real e o euro são, portanto, mais importantes do que o dólar na composição da taxa efetiva de câmbio do peso, isto é, na “cesta” de moedas estrangeiras relevantes para o país (pelo menos quando as ponderações da “cesta” são calculadas com base nos fluxos bilaterais de comércio).

Desde o início dos anos 90, a Argentina havia acumulado pesada sobrevalorização cambial, parcialmente compensada, porém, pela política cambial do Brasil entre julho de 1994 e janeiro de 1999. A partir de 1999, o panorama cambial se modificou para a Argentina em razão da supervalorização da sua

moeda âncora, o dólar, em relação a diversas outras moedas, especialmente o real e o euro. Dado que a lei de conversibilidade imobilizava a taxa de câmbio bilateral com o dólar, o peso argentino foi arrastado para o alto. Um movimento de expressiva valorização cambial era, como já mencionado, exatamente o contrário do que a Argentina precisava. Agravaram-se, com isso, os crônicos problemas de competitividade da economia argentina, o desequilíbrio das contas externas e a dependência em relação a financiamento internacional.

Em 2001 o *currency board* da Argentina entrou em agonia. Ironicamente, coube a Domingo Cavallo administrar a fase terminal do modelo por ele introduzido dez anos antes. Em abril, já em desespero de causa, o presidente De la Rúa resolvera reconduzi-lo ao cargo de ministro da Economia. A situação beirava o inacreditável: De la Rúa, que havia sido eleito como candidato da oposição a Menem, confiava a condução da economia ao principal responsável pela estratégia econômico-financeira do seu antecessor! A missão do novo ministro, que se transformou imediatamente em uma espécie de primeiro-ministro, era tirar a economia argentina da recessão e, ao mesmo tempo, preservar o regime monetário.

Missão impossível. Os rígidos dispositivos introduzidos em 1991, com o intuito de estimular a confiança e garantir a credibilidade do peso, transformaram-se em fonte de instabilidade e incerteza. Tentativas de flexibilizar pontualmente o modelo monetário-cambial e a política econômica tendiam a despertar ainda mais desconfiança. A incapacidade de pagamento dos governos nacional e provinciais tornou-se indisfarçável. Sucessivas manobras financeiras e fiscais, incluindo empréstimos emergenciais do FMI e de outras fontes oficiais, operações onerosas de troca de títulos públicos e medidas draconianas de ajustamento fiscal, não conseguiram evitar que, no final do ano, o ministro Cavallo tivesse que reconhecer a necessidade de reestruturar as dívidas públicas interna e externa. A dívida interna chegou a ser renegociada, com redução de juros e alongamento de prazos, no apagar das luzes da sua gestão, em dezembro de 2001 (10). Contudo, essas providências não foram mais suficientes para impedir a derrocada do modelo.

Ao longo de 2001, cresceu a desconfiança em relação ao sistema financeiro argentino. Como se podia prever, a recessão prolongada gerou inadimplência dos devedores privados e queda na qualidade dos ativos bancários, abalada também pelas já referidas dificuldades de pagamento do setor público. A desconfiança levou a saques de depósitos e aplicações e à fuga de capitais para o exterior. Essa última foi facilitada, evidentemente, pela livre conversibilidade da moeda. É provável que os próprios bancos, especialmente os estrangeiros, tenham servido de conduto para a fuga de capitais e até remetido recursos próprios para o exterior. Uma corrida bancária em novembro acabou levando o governo a bloquear os depósitos do público, uma das últimas medidas do governo De la Rúa.

Essa decisão não só destruiu a confiança no sistema bancário, como acabou sendo um dos principais estopins de uma crise política que levaria ao fim prematuro do governo, dois anos antes do final do mandato para o qual fora eleito.

A reconstrução da moeda nacional na Argentina

A crise de proporções inusitadas criou o ambiente para que se tomasse, finalmente, a decisão de enfrentar a questão monetária. Em princípios de 2002, o governo argentino se dispôs a iniciar uma reforma abrangente e a desmontar o regime anterior. A crise era, na origem, uma crise monetária. Ela demandava, portanto, uma solução monetária – nada mais nada menos do que a completa refundação do sistema monetário e cambial do país.

O primeiro desafio do governo Duhalde, que teve início em janeiro de 2002, é recriar uma moeda nacional plena e compatível com as condições da Argentina e do mundo contemporâneo. Isso significa transformar o peso argentino em uma moeda flutuante, inconversível em moeda estrangeira e com emissão desvinculada da disponibilidade de reservas internacionais.

Nas circunstâncias, a passagem para a flutuação cambial implica, inevitavelmente, substancial depreciação do peso em relação ao dólar e outras moedas estrangeiras. Sem isso, não há como resolver os graves problemas de competitividade internacional da Argentina, provocados essencialmente por cerca de 10 anos de sobrevalorização cambial.

A essa altura, a natureza do desafio está bastante clara. A dificuldade reside em administrar a transição para o novo regime monetário e cambial em meio ao caos político, social e econômico. Raras vezes um governo começou com uma herança tão desastrosa quanto a que Duhalde recebeu da era Menem-Cavallo.

No momento em que este texto está sendo escrito (final de fevereiro de 2002), o governo Duhalde completa dois meses de existência. De uma maneira geral, as medidas tomadas até agora vão na direção correta. Ainda que de forma tumultuada e vacilante, o governo Duhalde deu vários passos importantes na direção da restauração de um sistema monetário autônomo e flexível (11). Abandonou a paridade unitária com o dólar, decretou desvalorização expressiva do peso e, num segundo momento, deixou a moeda flutuar. Desvinculou a emissão monetária das reservas internacionais (12). Desdolarizou compulsoriamente empréstimos, depósitos, tarifas de serviços públicos, aluguéis e outros contratos internos. Manteve e até reforçou os controles cambiais e as restrições às saídas de capital estabelecidas no final do governo De la Rúa. Confirmou a suspensão dos pagamentos da maior parte da dívida externa e anunciou a intenção de reestruturar essas obrigações.

O resultado (previsível) da flutuação foi uma megadepreciação do peso, que perdeu de imediato mais de 50% do seu valor em relação ao dólar. Essa depreciação, embora necessária, tem efeitos problemáticos. Um deles é o impacto sobre a taxa de inflação. Tendo em vista a fragilidade do governo Duhalde e a profunda crise de credibilidade das instituições econômicas e políticas, o risco de retorno da inflação alta não pode ser desprezado. Um quadro de descontrole inflacionário faria ressurgir imediatamente propostas de dolarização total da economia argentina. Essas propostas foram temporariamente arquivadas, mas podem voltar à cena, talvez com apoio externo, na hipótese de fracasso da reforma monetária.

A depreciação cambial provoca, além disso, graves desequilíbrios financeiros. Como vimos, a lei de conversibilidade de 1991 permitiu a consolidação de um sistema bimonetário na Argentina. O dólar estava entranhado na estrutura interna de contratos e operações financeiras. Uma proporção expressiva (talvez a maioria) dos agentes econômicos – pessoas físicas, empresas e o próprio Estado argentino – tinha passivos em dólares e ativos ou receitas em pesos. Assim, uma grande depreciação cambial, como medida isolada, arruinaria famílias, levaria empresas à inadimplência ou falência, inviabilizaria instituições financeiras e tornaria as contas públicas rigorosamente inadmissíveis. Daí provinha o apego (só aparentemente irracional) da população argentina à paridade unitária entre o peso e o dólar.

Para que a mudança cambial pudesse ocorrer, era fundamental desdolarizar operações financeiras e contratos internos, isto é, entre residentes na Argentina. Como imaginar que isso pudesse acontecer de forma não-coordenada e voluntária, por iniciativa dos agentes econômicos? Coube ao Estado argentino propor um novo marco legal de caráter emergencial que se sobrepôs a todos os contratos e leis existentes em matéria monetária e financeira. Sem essa desdolarização compulsória, a grande depreciação cambial requerida teria desorganizado completamente a economia e o sistema financeiro.

Pressionado por demandas exasperadas e contraditórias, o governo Duhalde avança com grande dificuldade. O percurso da reforma monetária tem sido bastante acidentado. A parte mais espinhosa está sendo a pesificação compulsória dos diferentes tipos de operações financeiras e contratos. Os detentores de depósitos bancários, ativos financeiros e contratos em dólares resistem, como seria de esperar, à sua conversão em moeda nacional.

O desfecho da crise é uma incógnita. Os obstáculos à restauração da moeda nacional são tremendos. O novo governo está longe de ser um modelo de determinação e coerência. A economia atravessa uma fase de depressão profunda. O sistema financeiro está literalmente falido. Com as finanças governamentais em grave desequilíbrio, a capacidade de pagamento do setor público entrou em colapso.



Protestas em frente ao Citibank em 15.2.2002 contra suposta remessa ilegal de dólares para o exterior

De qualquer maneira, o que se viu até agora é só o começo do drama. Uma das questões fundamentais, ainda pendentes, é a da dívida externa. Como vimos, a insolvência do governo argentino era evidente desde fins de 2001. O ex-ministro Cavallo, depois de muita relutância e diversas manobras financeiras, algumas ruinosas, foi obrigado a reconhecer a incapacidade de pagamento do Estado, a reestruturar a dívida pública interna e a anunciar a intenção de renegociar a dívida pública externa.

Com a megadepreciação cambial, o problema tornou-se mais agudo. Pelo menos numa primeira fase, a desvalorização provocará diminuição substancial da já reduzida capacidade de pagamento do Estado argentino. O governo nacional e as províncias, cujas receitas são essencialmente em moeda nacional e desvinculadas da taxa de câmbio, sofreram um grande aumento do equivalente em moeda nacional das suas obrigações externas. Será inevitável renegociar de forma abrangente as dívidas internacionais do setor público argentino.

O mesmo se aplica a uma parte dos bancos e empresas privadas endividadas no exterior. O problema é menos grave, ou até inexistente, para aqueles devedores que fizeram o seu *hedge* no exterior (leia-se, transferiram recursos para fora a tempo) ou para as empresas que exportam ou concorrem com importações no mercado nacional e que se beneficiam, pelo lado operacional, com a depreciação cambial. Mas pode-se admitir que grande parte dos devedores privados argentinos também terá dificuldade em saldar suas obrigações externas.

* * *

Em síntese, por essas e outras razões, governar a Argentina tornou-se um verdadeiro pesadelo. O governo Duhalde vem tentando abandonar o modelo dos anos 90 e restaurar a autonomia do país. As circunstâncias são muito adversas e a reforma monetária e cambial iniciada em janeiro de 2002 corre o risco de naufragar, desembocando talvez na dolarização total da economia.

Para o Brasil a crise da Argentina é, evidentemente, da maior relevância. Temos todo o interesse em que a Argentina seja bem-sucedida nessa tentativa de recuperar soberania sobre aspectos essenciais da política econômica. Na medida das suas possibilidades, o governo brasileiro deve estar disposto a ajudar. Agora que a Argentina começou, finalmente, a enfrentar os seus problemas centrais, o papel do Brasil pode ser importante.

Seja qual for o resultado da reforma em curso, a experiência da Argentina mostra, de maneira clara, o quanto pode ser nefasto para um país abrir mão da sua independência nos campos monetário e cambial. A subordinação a uma moeda estrangeira ajuda a combater a inflação, mas o preço que se paga pode ser extraordinariamente elevado.

Notas

- 1 Walters, 1989, p. 109-114.
- 2 Para uma análise crítica do *currency board* ver, por exemplo, Tobin, 1999, p. 69-71. Para uma defesa ver Dornbusch, 2000, p. 289-292 e 297-308.
- 3 Artigo 11 da lei de conversibilidade. A íntegra dessa lei pode ser encontrada na *Revista de Economia Política*, v. 11, n. 4, out./dez. 1991, p. 157-159.
- 4 Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2001, cuadro A-4, p. 86. International Monetary Fund, 2001, Appendix table 3, p. 72.
- 5 Batista Jr., 1993, p. 384-389.
- 6 Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2001, cuadro A-1, p. 83.
- 7 As seções “Dependência monetária” e “A Argentina como contramodelo” constituem versões parcialmente reescritas e atualizadas de parte de um trabalho preparado para o Centro Brasileiro de Relações Internacionais - CEBRI. Batista Jr., 2001, p. 16-21.
- 8 Na década de 90, o modelo do *currency board* também foi introduzido na Estônia (1992), Lituânia (1994), Bósnia-Herzegovina (1997) e Bulgária (1997). Gosh, Gulde & Wolf, 1998, p. 1 e 9 e Batista Jr., 2002, p. 292-294.
- 9 Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2001, cuadros A-1, p. 83; A-4, p. 86; A-5, p. 87; A-12, p. 95.
- 10 *Id.*, p. 30.

- 11 A reforma começou por meio da «Lei de Emergencia Pública y de Reforma del Régimen Cambiario», de 7 de janeiro de 2002.
- 12 A carta orgânica do Banco Central foi modificada de forma a desvincular a base monetária das reservas internacionais e permitir que o órgão emissor atue como emprestador de última instância para o sistema financeiro. Essas alterações foram introduzidas pela lei 25.562, sancionada em 23 de janeiro de 2002.

Referências bibliográficas

- BATISTA Jr., Paulo Nogueira. A armadilha da dolarização. *Estudos Econômicos*, v. 23, n. 3, set./dez. 1993.
- _____. “Globalização”, dependência monetária e vulnerabilidade externa. Trabalho preparado para o seminário GLOBALIZAÇÃO, DEMOCRACIA E DESENVOLVIMENTO SOCIAL, organizado pelo Centro Brasileiro de Relações Internacionais (CEBRI), versão preliminar, jun. 2001 [mimeo.].
- _____. *A economia como ela é...*, 3. ed. São Paulo, Boitempo Editorial, 2002.
- Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina, com as alterações introduzidas pela Lei 25.562, sancionada em 23 de janeiro de 2002. B.O. 6 fev. 2002, Banco Central de la República Argentina (www.bcra.com.ar).
- CAVALLO, Domingo. *El peso de la verdad: un impulso a la transparencia en la Argentina de los 90*, 3. ed. Buenos Aires, Planeta, 1997.
- _____. The quality of money. Document prepared for the occasion of the Award Ceremony of the Doctorate Honoris Causa, presented by the University of Paris 1. Pantheon Sorbonne, mar. 1999.
- _____. *Pasión por crear*, en diálogo con Juan Carlos de Pablo. Buenos Aires, Planeta, 2001.
- COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE. *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe*. Santiago de Chile, Naciones Unidas, dez. 2001.
- DORNBUSCH, Rudiger. *Keys to prosperity: free markets, sound money, and a bit of luck*. Cambridge, Massachusetts, The MIT Press, 2000.
- FERRER, Aldo. Bases para una nueva etapa del desarrollo argentino”, dez. 2001 [mimeo.].
- GHOSH, Atish R.; GULDE, Anne-Marie & WOLF, Holger C. Currency boards: the ultimate fix? International Monetary Fund, IMF Working Paper, WP/98/8, jan. 1998 [mimeo.].
- INTERNATIONAL MONETARY FUND. *World economic outlook: the global economy after September 11*. Washington, D.C., dez. 2001 (www.imf.org).
- Lei de Conversibilidade do Austral. *Revista de Economia Política*, v. 11, n. 4, out./dez. 1991.

Ley de Emergencia Pública y de Reforma del Régimen Cambiario, sancionada em 7 de janeiro de 2002, *Ambitoweb.com*, ed. 434 (www.ambitoweb.com).

LLACH, Juan. *Otro siglo, otra Argentina: una estrategia para el desarrollo económico y social nacida de la convertibilidad y de su historia*. Buenos Aires, Ariel, 1997.

ROUBINI, Nouriel. Should Argentina dollarize or float? The pros and cons of alternative exchange rate regimes and their implications for domestic and foreign debt restructuring/reduction. Stern School of Business, New York University, dez. 2001 [mimeo].

TOBIN, James. Financial globalization: can national currencies survive? Keynote Address, ANNUAL WORLD BANK CONFERENCE ON DEVELOPMENT ECONOMICS 1998. Washington, D.C., The World Bank, 1999.

WALTERS, Alan. Currency boards. *In*: John Eatwell, Murray Milgate & Peter Newman (orgs.), *The new palgrave money*. London, The MacMillan Press, 1989.

Paulo Nogueira Batista Jr. é pesquisador-visitante do Instituto de Estudos Avançados da Universidade de São Paulo (IEA-USP).