

ANDRES FERRARI HAINES

A ECONOMIA ARGENTINA NOS ANOS 90: REFORMAS
ESTRUTURAIS E LEI DE CONVERSIBILIDADE

Dissertação de mestrado sob orientação
da Professora Mônica Baer, apresentada
ao Instituto de Economia da UNICAMP.

Este exemplar corresponde ao original
da dissertação defendida por Andres Ernesto
Ferrari Haines em 13/02/98 e aceita pela
Profa. Dra. Mônica Baer.

CPG/IE, 13/02/98

Mônica Baer

Campinas, fevereiro de 1998.

UNIDADE	BC
N.º CHAMADA:	35537
F412e	
V. E.	
PREÇO	R\$ 11,00
DATA	23/10/98
N.º CPD	

CM-00118334-4

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

F412e Ferrari Haines, Andrés Ernesto
A economia argentina nos anos noventa: reformas estruturais e lei de convertibilidade/ Andrés Ernesto Ferrari Haines. - Campinas, SP : [s.n.], 1998.

Orientador : Monica Baer
Dissertação (Mestrado) - Universidade Estadual de Campinas.
Instituto de Economia.

1. Argentina - Política econômica. 2. Política monetária - Argentina. I. Baer, Monica. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Este trabalho analisa a experiência econômica argentina durante os anos 90, quando foram implementados uma série de reformas estruturais e um esquema de conversibilidade da moeda, os quais suprimiram em tempo recorde o antigo modelo de substituição de importações. Com essas políticas, a Argentina superou três episódios hiperinflacionários e teve, ainda, depois de quinze anos de estagnação econômica - em média -, um período de crescimento ininterrupto entre 1991 a 1994.

A partir do estudo da forma como se chegou à eclosão hiperinflacionária de 1989, analisa-se, desde a implementação do modelo de substituição de importações, os setores fiscal e externo - tradicionalmente geradores de desequilíbrios macroeconômicos -, com dois objetivos. Em primeiro lugar, o de compreender a natureza e a possibilidade que teve o governo Menem, na década de 90, de modificar radicalmente a estrutura econômica argentina. E, em segundo lugar, a forma que esta experiência adotou para superar os entraves gerados pelos desequilíbrios fiscal e externo. Finalmente, são apontados os aspectos ainda vigentes que poderão apresentar vulnerabilidade a longo prazo e complicar a atual estabilidade econômica argentina.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	7
 PRIMEIRA PARTE: DA RUPTURA DO MODELO DE SUBSTITUIÇÃO DE IMPORTAÇÕES À HIPERINFLAÇÃO ABERTA (1975/89)	
Introdução.....	12
1. "El Rodrigazo".....	14
1.1. A crise do modelo de substituição de importações (1945/75).....	14
1.2. "El Rodrigazo".....	22
2. A experiência da liberalização financeira, comercial e cambial (1976/83).....	29
2.1. A política econômica do Governo Militar.....	29
2.2. O impacto da dívida externa sobre as contas públicas.....	39
3. A política econômica durante a transição democrática (1983/89).....	44
3.1. O erro de diagnóstico e o processo de aprendizagem.....	44
3.2. O fracasso do Plano Austral: final com hiperinflação.....	49
3.3. As causas do fracasso do Plano Austral.....	52
 SEGUNDA PARTE: A EXPERIÊNCIA DAS REFORMAS ESTRUTURAIS E O PROGRAMA DE CONVERSIBILIDADE (1989/95)	
Introdução.....	59
4. O período prévio: da virada de Menem ao Plano de Conversibilidade (1989/91).....	61
4.1. Fatores internos e externos que possibilitaram as reformas estruturais.....	61
4.2. Principais eixos da reforma estrutural.....	72
4.3. Fatores importantes que contribuíram para o êxito do Plano de Conversibilidade.....	76
5. O Plano de Conversibilidade: do milagre ao "efeito tequila" (1991/95).....	78
5.1. Introdução.....	78
5.2. Primeira parte: estabilidade e crescimento (1991/94).....	82
5.2.1. O setor externo.....	84
5.2.2. O setor financeiro.....	92
5.2.3. O setor fiscal.....	103
5.1. Segunda parte: a crise provocada pelo "efeito tequila".....	111
6. As dificuldades para superar os desequilíbrios externo e fiscal.....	122
 CONCLUSÕES.....	 144
 BIBLIOGRAFIA.....	 150

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1.1	Destino da produção agropecuária total (1935/1954).....	17
Tabela 1.2	Termos de intercâmbio e taxas de câmbio (1970/1975).....	23
Tabela 1.3	Balanço de pagamentos (1970/1975).....	24
Tabela 1.4	Evolução dos gastos do Governo Nacional (1970/1975).....	25
Tabela 1.5	Receitas, despesas e financiamento do déficit do Governo Nacional (1970/1975).....	26
Tabela 2.1	Balança comercial e reservas do Banco Central de la República Argentina (1976/1983).....	30
Tabela 2.2	Despesas com funcionalismo do Governo Nacional (1976/1980).....	31
Tabela 2.3	Taxas de inflação, monetização e déficit do Governo Nacional (1976/1983).....	33
Tabela 2.4	Dívida externa argentina (1975/1983).....	36
Tabela 2.5	Evolução da dívida externa (1978/1983).....	37
Tabela 2.6	Renda nacional bruta (1976/1983).....	37
Tabela 2.7	Balanço de pagamentos (1976/1983).....	38
Tabela 2.8	Hiato fiscal e agregados monetários (1980/1989).....	40
Tabela 3.1	PIB, taxas de inflação e agregados monetários (1984/1989).....	46
Tabela 3.2	Balanço de pagamentos (1984/1989).....	47
Tabela 3.3	Receitas, despesas e necessidade de financiamento do Governo Nacional (1983/1988).....	47
Tabela 4.1	Taxas de juros em dólares (1972/1994).....	70
Tabela 5.1	Argentina, dados macroeconômicos (1990/1995).....	79
Tabela 5.2	Taxas de juros, de risco-país e de desvalorização (1990/1995).....	81
Tabela 5.3	Consumo, investimento e demanda agregada (1981/1995).....	83
Tabela 5.4	Taxas de câmbio real (1985/1991).....	84
Tabela 5.5	Indicadores de preços relativos (1990/1994).....	85
Tabela 5.6	Comércio exterior (1990/1995).....	86
Tabela 5.7	Composição das importações (1989/1995).....	86
Tabela 5.8	Balanço de pagamentos (1991/1995).....	87
Tabela 5.9	Fluxo de capitais e taxas de poupança nacional e externa (1981/1995).....	89
Tabela 5.10.	Itens do Balanço de Pagamentos	91
Tabela 5.11	Depósitos no sistema financeiro doméstico (1991/1995).....	98
Tabela 5.12	Sistema financeiro doméstico (1991/1995).....	101
Tabela 5.13	Privatizações argentinas (1990/1996).....	104
Tabela 5.14	Resultado fiscal do Setor Público Não-Financeiro (1991/1995).....	105
Tabela 5.15	Recursos tributários (1991/1995).....	107
Tabela 5.16	Despesas do Setor Público Não-Financeiro (1991/1995).....	108

Tabela 5.17 Depósitos e empréstimos no sistema financeiro doméstico (dez/1994-jun/1995).....	115
Tabela 5.18 Alocação dos fluxos de capitais (1994/1995).....	118
Tabela 6.1 Número de entidades financeiras e sucursais (1980/1996).....	126
Tabela 6.2 Concentração de depósitos bancários (1990/1996).....	128
Tabela 6.3 Ranking de bancos (1997).....	129
Tabela 6.4 Dívida externa (1991/1996).....	130
Tabela 6.5 Setor Público consolidado (1991/1997).....	131
Tabela 6.6 Despesas totais do Setor Público (1980/1995).....	132
Tabela 6.7 Indicadores do Setor Externo (1991/1996).....	134
Tabela 6.8 Exportações por grupos de mercadorias (1991/1996).....	136

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1.1	Taxas de variação do PIB 1945/1975.....	14
Gráfico 1.2	Taxas de variação dos preços e média do período 1945/1974.....	15
Gráfico 1.3	Investimento, importações e exportações 1950/1973.	16
Gráfico 1.4A	Composição das importações 1955/1975.....	17
Gráfico 1.4B	Composição das exportações 1950/1970.....	17
Gráfico 1.5	Relação de preços externos, internos e índice de proteção 1945/1975.....	18
Gráfico 1.6	Taxas de câmbio 1945/1970.....	19
Gráfico 1.7	Coeficientes de monetização 1950/1975.....	20
Gráfico 1.8	Superávit do Sistema de Seguridade Social (Previdência) 1950/1975.	20
Gráfico 1.9	Participação do setor assalariado no PIB 1950/1975.	21
Gráfico 1.10	Arrecadação de impostos diretos, indiretos e da Previdência 1950/1973.	21
Gráfico 1.11	Despesas do Governo Nacional 1961/1975.....	21
Gráfico 1.12	Arrecadação tributária e necessidade de financiamento do Governo Nacional 1961/1975....	21
Gráfico 2.1	Receitas do Governo Nacional 1976/1983.....	31
Gráfico 2.2	Despesas do Governo Nacional 1976/1983.....	32
Gráfico 2.3	Taxas de câmbio 1975/1983.....	34
Gráfico 2.4	Composição das importações 1976/1983.....	34
Gráfico 2.5	Termos de intercâmbio, preços relativos e índice de proteção 1975/1983.....	34
Gráfico 2.6	Crédito do sistema financeiro doméstico ao Governo Nacional 1982/1985.....	41
Gráfico 3.1	Receitas fiscais por senhoriação e imposto inflacionário 1984/1989.....	48
Gráfico 3.2	Arrecadação tributária do Governo Nacional 1983/1989.....	48
Gráfico 5.1	Empréstimos do sistema financeiro 1991/1995.....	94
Gráfico 5.2	Agregados monetários 1991/1995.....	97
Gráfico 5.3	Taxas de juros 1992/1995.....	99
Gráfico 6.1	Preços relativos 1990/1995.....	135
Gráfico 6.2	Estrutura regional das exportações 1990/1996.....	137
Gráfico 6.3	Participação regional das exportações de manufaturas de origem industrial 1990/1996.....	138
Gráfico 6.4	Distribuição da renda na Grande Buenos Aires 1974/1995.....	141

INTRODUÇÃO

Na Argentina, na década de 90, implementou-se uma política econômica ímpar pela velocidade e radicalidade com que modificou a antiga estrutura econômica. O cenário para esta mudança foi o de uma hiperinflação aberta, resultado de uma trajetória inflacionária de mais de quarenta anos. Desde o pós-guerra, a estrutura econômica da Argentina estava vinculada a um modelo de substituição de importações: economia semi-aberta, altamente regulada e baseada na dinâmica do investimento industrial e do mercado interno. Ademais, atribuía-se uma alta participação ao setor público como regulador dos mercados internos e externos (tanto comerciais como financeiros); como incentivador do setor privado; como produtor de bens e serviços; e como responsável pela manutenção do pleno emprego. A extensa atividade fiscal se fundamentava no objetivo de superar um recorrente desequilíbrio na balança comercial que freava o crescimento econômico.

A partir de julho de 1989, em menos de dois anos a Argentina realizou na prática um amplo processo de privatizações, de desregulamentação e de abertura externa, gerando uma estrutura econômica nova, sustentada em outras bases: participação mínima do Estado, mercados livres e abertos, maior participação da atividade privada na geração do crescimento econômico. Ao lado da implementação destas reformas, iniciou-se um plano de conversibilidade da moeda doméstica que, depois de reduzir significativamente a taxa de inflação, permitiu retomar o crescimento após cerca de quinze anos de estagnação da economia. Daí a experiência argentina ser aventada por alguns economistas como uma opção razoável de política de estabilização e recuperação do crescimento para economias com características semelhantes à da Argentina. No entanto, embora seja inegável que a economia argentina modificou sua face nos anos 90, fica claro que não é possível afirmar o mesmo quanto ao futuro, especialmente depois do forte impacto decorrente da crise mexicana de 1995.

A estrutura econômica do modelo de substituição de importações permitiu uma taxa de crescimento média de 4% ao ano, entre 1945 e 1975. Mas todo esse período esteve marcado por um ritmo inflacionário persistente, que atingiu a taxa de inflação de 300% em 1975. Entre esse ano e 1990, o crescimento médio da economia argentina foi nulo. Porém, a inflação continuou crescendo até a chegada da hiperinflação em 1989. Nesse período, a estrutura econômica se manteve intacta, mas, diante da adoção de mecanismos de indexação pelos agentes para preservar seus patrimônios, o governo foi perdendo sua capacidade de gestão econômica. Além disso, a percepção da escassa capacidade de gestão do setor público terminou gerando uma crise de confiança na moeda nacional, iniciando um processo de dolarização da economia. Assim, para a população argentina, o episódio

hiperinflacionário converteu-se num claro sinal da forte erosão da capacidade de gestão do governo, passando-se a aceitar as medidas necessárias para reformar a estrutura econômica. No entanto, as reformas não conseguiram recuperar a confiança na moeda e, finalmente, após quase dois anos de gestão, o governo estabeleceu a conversibilidade da moeda.

O objetivo deste trabalho é, a partir da experiência recente da economia argentina, observar se as reformas estruturais juntamente com o plano de conversibilidade constituem, numa visão de longo prazo, uma solução viável para superar os entraves macroeconômicos da década de 80. Pretende-se avaliar a estabilização argentina recente numa perspectiva de longo prazo, sustentando a afirmação de Tavares (1993), de que *"uma economia só pode considerar-se ajustada, do ponto de vista fiscal, quando o padrão de financiamento e de gestão do setor público ganha autonomia suficiente para absorver as flutuações do balanço de pagamentos sem solapar o equilíbrio fiscal"*. Para isto, faz-se uma análise da evolução dos setores tradicionalmente geradores de desequilíbrio na economia argentina, o fiscal e o externo, desde a implantação do modelo de substituição de importações até a atualidade. O objetivo dessa análise é estabelecer se as medidas de reforma estrutural da década de 90 efetivamente outorgaram, ou não, autonomia ao financiamento do setor público e se o Estado recuperou sua capacidade de gestão.

A hipótese do trabalho é que a política adotada pelo Estado no pós-guerra, de acelerar o crescimento econômico a despeito da restrição externa, gerou um processo de desfinanciamento do setor fiscal que resultou na crise hiperinflacionária, pois criou uma inconsistência entre fluxo e estoque do patrimônio público. Sustenta-se no trabalho que até o surgimento, e a estatização, da dívida externa no início dos anos 80, os desequilíbrios fiscal e externo foram somente de fluxos. Depois disso, a magnitude do serviço da dívida externa gerou um desajuste entre fluxo e estoque no patrimônio do setor público e no balanço de pagamentos, já que o fluxo de recursos que o estoque de endividamento demandava do exterior não podia ser atendido com as receitas habituais do setor público. Desta maneira, apesar da obtenção de superávits fiscais e comerciais com o exterior, os desequilíbrios, devido a sua persistência, tornaram-se financeiros e estruturais. Neste novo cenário, as medidas habituais de política econômica na Argentina tornam-se inconsistentes, abrindo espaço para a aceitação de medidas mais extremas; isto é, reformas estruturais. No entanto, a viabilização das reformas só foi possível após os traumáticos efeitos da hiperinflação.

Pretende-se mostrar que apesar de, com as reformas estruturais e o plano de conversibilidade, as inconsistências fluxo-estoque nos setores fiscal e externo terem sido superadas no curto prazo, permitindo a recuperação da estabilidade de preços e do crescimento econômico, não se pode afirmar que isto também seja válido no longo prazo. Ao contrário, os pontos de vulnerabilidade presentes no período inicial se manifestaram com extrema violência após a crise mexicana de 1995. Mais ainda, muitos dos resultados positivos obtidos entre 1991 e 1994 rapidamente desapareceram. Assim, tanto no setor fiscal quanto no externo persistem dúvidas quanto à resolução da inconsistência entre fluxo e

estoque. No primeiro caso, com uma arrecadação tributária fortemente ligada ao nível de atividade econômica, o novo endividamento externo do Estado para financiar um pequeno déficit e uma política de socorro ao setor financeiro após a crise mexicana, abrem-se dúvidas no que tange ao equilíbrio fluxo-estoque. No setor externo, com a lei de conversibilidade ancorada à taxa de câmbio, gerou-se um forte déficit comercial que aumentou o déficit em conta corrente e ampliou a dependência de recursos externos. Por último, demonstra-se também que, ainda que com estas medidas o governo tenha recuperado certa capacidade de manobra no controle do cenário econômico, a rigidez delas - particularmente da lei de conversibilidade, que anulou de vez as políticas monetária e cambial - deixaram o governo com poucos instrumentos para enfrentar uma severa crise externa, como foi a mexicana, embora ele tenha sido capaz de fazê-lo naquela ocasião.

O trabalho está organizado em duas partes. Na primeira parte, o capítulo 1 analisa a evolução dos setores fiscal e externo desde a implantação do modelo de substituição de importações até a experiência do "Rodrigazo" - uma tentativa de equilibrar ambos os setores por meio de uma forte desvalorização e ajuste de tarifas públicas, que levou a um elevado déficit fiscal, perdas de reservas e taxa de inflação de 300%. O capítulo 2 trata dos efeitos nas contas públicas e externas de uma política de liberalização cambial, financeira e comercial, implementada desde 1976, que culminou com a crise da dívida externa em 1982. É com esta experiência que se gera o desajuste fluxo-estoque. No capítulo 3, analisa-se como o fracasso do Plano Austral, iniciado em meados da década de 80 e concluído com a hiperinflação, reflete esta inconsistência e abre o caminho para o processo de reformas estruturais.

A segunda parte trata da experiência dos anos 90. No capítulo 4 analisam-se os fatores internos e externos que permitiram a implementação da política de reformas. A seguir, são estabelecidos os três eixos originais de reforma estrutural (privatizações, desregulamentação e abertura), adicionando-se depois o próprio plano de conversibilidade como um quarto eixo, que limitou seriamente a capacidade governamental de implementar políticas monetárias e cambiais. Finalmente, determinam-se os fatores que foram fundamentais para o estabelecimento do próprio plano de conversibilidade. O capítulo 5 analisa a experiência econômica que vai do Plano de Conversibilidade até o final do primeiro mandato de Menem em 1995, discorrendo sobre o modo como os setores fiscal e externo foram equilibrados em função das reformas. O capítulo se conclui explicitando os graves efeitos da crise mexicana sobre os equilíbrios obtidos. O capítulo 6 tem procura reavaliar a situação nos setores fiscal e externo numa visão de longo prazo, procurando investigar se o controle dos mesmos implica ou não o restabelecimento da consistência entre fluxo e estoque. Finalmente, no capítulo 7 apresentam-se as principais conclusões.

***PRIMEIRA PARTE: DA RUPTURA DO MODELO DE
SUBSTITUIÇÃO DE IMPORTAÇÕES À
HIPERINFLAÇÃO ABERTA (1975/89)***

INTRODUÇÃO

Para a Argentina, julho de 1989 foi um momento histórico por duas razões. Por um lado, pela primeira vez desde 1928 um presidente escolhido democraticamente passava a direção política a outro também eleito democraticamente. Por outro lado, do ponto de vista econômico, num contexto hiperinflacionário, o novo mandatário, Carlos Menem, apresentou ao Congresso Nacional duas leis - a de Emergência Econômica e a de Reforma do Estado - que deram início a um processo que iria modificar em tempo recorde a estrutura econômica argentina vigente desde a Segunda Guerra Mundial.

A velha estrutura, que tinha como base o Modelo de Substituição de Importações, colocava no centro da atividade econômica o desenvolvimento da indústria doméstica, apoiado por uma extensa atividade do setor público e pela proteção ao mercado interno. Sua trajetória esteve marcada por um desequilíbrio fundamental do setor externo, que resultou num comportamento instável da economia. De qualquer maneira, ele permitiu que a economia argentina obtivesse uma taxa de crescimento anual média de quase 4%. Contudo, esta evolução também foi acompanhada por uma progressiva deterioração das contas públicas e uma dependência crescente dos subsídios fiscais para a continuidade do crescimento, sem ter resolvido o desequilíbrio externo. Finalmente, o modelo se esgotou no início dos anos 70, e a tentativa de ressuscitá-lo culminou num contexto de atividade paralisada, forte déficit comercial, total desmoronamento das contas públicas e uma taxa de inflação de mais de 300% em 1975. A maior seqüela foi o regime de "alta inflação", que consiste na adoção por parte dos agentes econômicos da prática de indexar preços e contratos à taxa de inflação passada para proteger seus patrimônios, diante de uma inflação acima de 100% ao ano a partir de 1975.

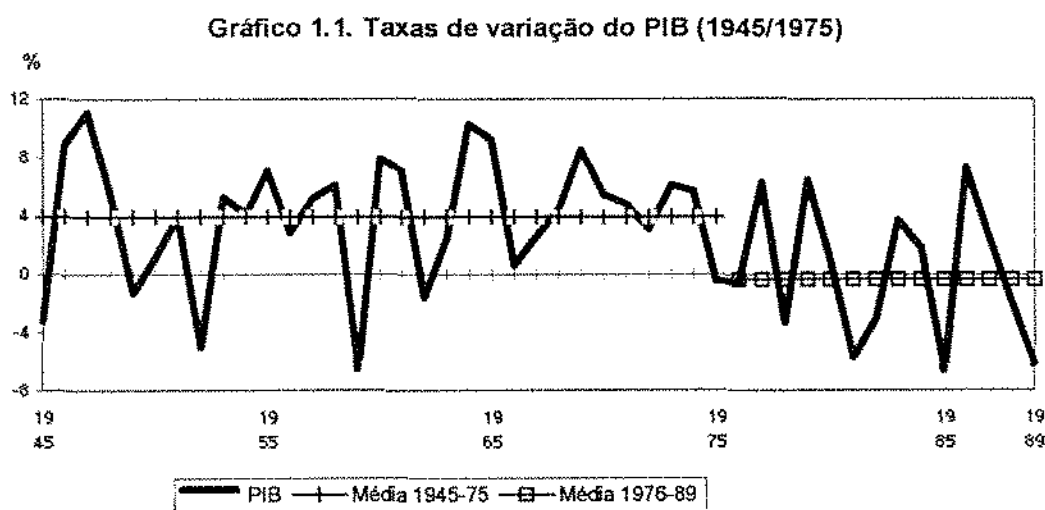
Na segunda metade dos anos 70, a tentativa de estabelecer um modelo econômico alternativo, baseado na liberalização dos mercados financeiros, comerciais e cambiais, agravou os desequilíbrios herdados do modelo anterior. Na realidade, a experiência de liberalização não eliminou as características básicas do modelo substitutivo - isto é, alta regulamentação e intervencionismo estatal, economia fechada, mercados regulados - e aprofundou os dois desequilíbrios que marcaram o processo de industrialização. As contas externas sofreram um impacto desestabilizante devido ao surgimento de uma elevada dívida externa, cuja contrapartida foi, principalmente, um processo de fuga de capitais. Ademais, como esta dívida foi transferida para o setor público, esse impacto afetou simultaneamente as contas fiscais. Conseqüentemente, surgem dois desequilíbrios estruturais na economia que, devido sua magnitude e a seu caráter financeiro, não são passíveis de serem eliminados apesar das fortes medidas de ajuste.

Nas novas condições, o Estado fica impossibilitado de cumprir o serviço da dívida externa, necessitando recorrer, crescentemente, à emissão monetária, o que implicará um rápido processo de perda de confiança na moeda doméstica, cujo ponto final é a total dolarização da economia, em menos de uma década. A experiência estabilizadora em meados da década de 80 resultou numa hiperinflação aberta e explicitou a impossibilidade de resolver os desequilíbrios nas contas externas e públicas através do ajuste dos fluxos de recursos, como ocorria anteriormente; diante do nível de endividamento externo, o ajuste de estoques era imprescindível. No início dos anos 90, a eclosão da hiperinflação abre espaço para medidas radicais, com o objetivo de alterar a estrutura econômica.

1. "EL RODRIGAZO"

1.1. A crise do Modelo de Substituição de Importações (1945/75)

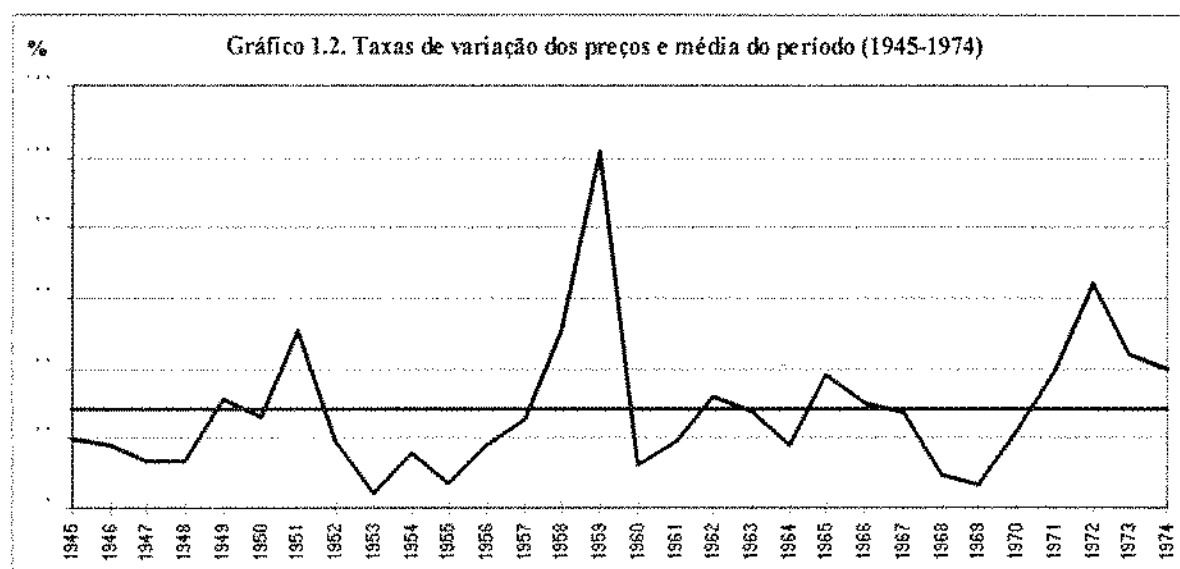
O modelo de substituição de importações surgiu em função das restrições que a crise dos anos 30 e a Segunda Guerra Mundial impuseram ao comércio internacional. As dificuldades para importar transformaram-se numa barreira protecionista "natural" para a rudimentar indústria doméstica da época, que depois da guerra o governo Perón manteria por meio de elevadas tarifas alfandegárias sobre as importações e controles sobre a taxa de câmbio. O novo modelo diferenciou-se do antigo modelo agro-exportador ao privilegiar o mercado interno, em vez do externo, e ao ancorar a dinâmica econômica no aumento do investimento industrial, e não mais nas exportações. O Gráfico 1.1 ilustra a evolução do produto interno ao longo das três décadas de vigência do modelo (1945/75) e durante os quinze anos posteriores a sua vigência (1976/89). Observa-se que se, por um lado, o crescimento de quase 4%, em média, que a economia argentina registrou durante o período do modelo substitutivo é uma performance medíocre em comparação com experiências similares em outros países, por outro lado, ela contrasta fortemente com a estagnação média durante os quinze anos posteriores (-0,3%). Contudo, o crescimento econômico verificado no processo de industrialização não foi nem suave nem contínuo. Pelo contrário, a evolução da economia argentina esteve marcada por recorrentes e abruptas oscilações, delineando um clássico movimento de "stop & go" do produto interno.



Fonte: BAC (1980), Damill, Fanelli, Frenkel e Rozenwurcel (1988) e Damill, Fanelli & Frenkel (1994).

Um dos fundamentos do novo modelo consistia num forte intervencionismo fiscal no processo de acumulação, na alocação de recursos, na manutenção de uma elevada taxa de investimento e na geração de um mercado interno dinâmico, mediante o desenvolvimento industrial e o pleno emprego

(Gerchunoff e Guadagni, 1987). A presença do setor público como impulsionador do crescimento econômico foi plenamente aceita no período inicial de vigência do modelo¹. Contudo, diante da desestruturação das fontes de financiamento do setor público, a emissão monetária passou a ser utilizada recorrentemente no financiamento do déficit público. O processo crescente de desmonetização, provocado pela aceleração inflacionária, foi no entanto neutralizando esta alternativa de financiamento, ao mesmo tempo que o problema de distribuição da renda se explicitava. O pico inflacionário do período (1959) corresponde exatamente à tentativa de alterar a distribuição da renda por meio da taxa de inflação. Desta forma, o período de substituição de importações conviveu continuamente com um ritmo inflacionário persistente que, apesar das diversas tentativas de controlá-lo, se agravaria no início da década de 70. O modelo culminou em 1975 com uma taxa de inflação de mais de 300% (Gráfico 1.2).

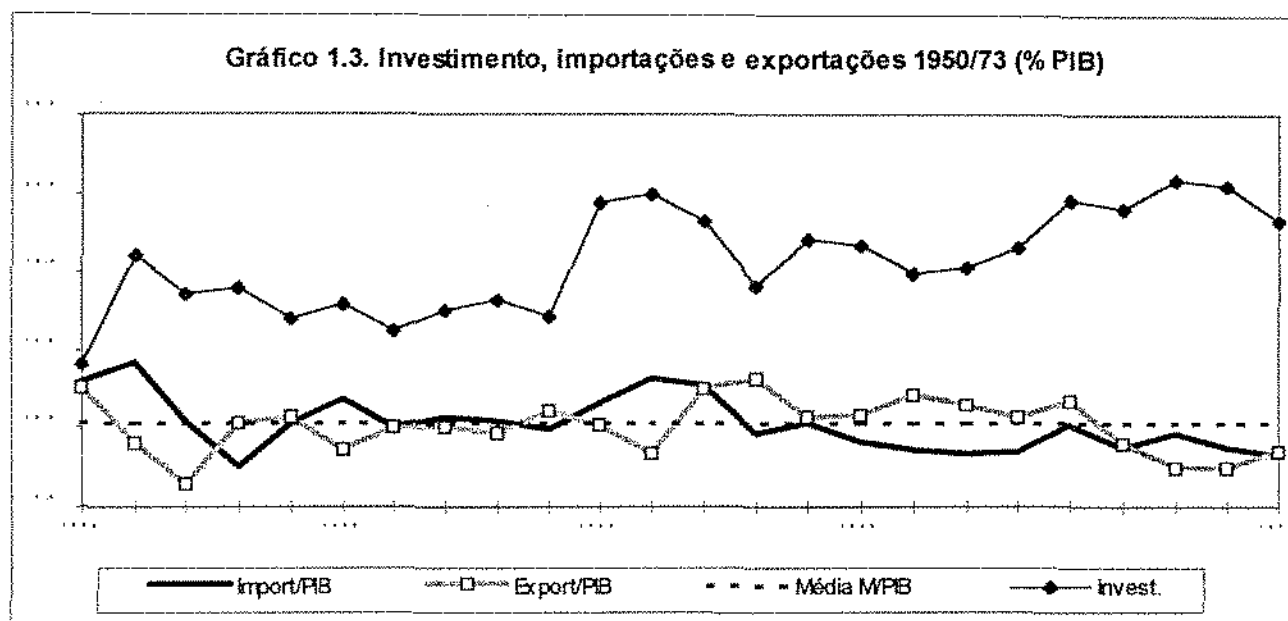


Fonte: BAC.

O movimento cíclico da economia argentina estava associado, fundamentalmente, ao comportamento do setor externo. O processo de industrialização foi condicionado pelo estrangulamento de divisas e a atividade econômica constrangida pela necessidade de efetuar recorrentes ajustes nas contas externas. Isto porque o setor industrial não conseguiu reduzir suas necessidades de bens de capital e insumos importados. Conseqüentemente, a economia como um todo não diminuiu seu coeficiente de importação, e à medida que o produto industrial aumentava, crescia a demanda por bens importados (Gráfico 1.3). A estreita ligação entre a capacidade para importar e o crescimento da economia pode ser vista no Gráfico 1.3. Nos anos em que o coeficiente de importações foi maior, também o foi o coeficiente de investimento. As tentativas de incrementar este último sem aumentar o primeiro não perduravam, ou resultavam em desequilíbrios na balança comercial. Apesar do avanço do processo substitutivo, o coeficiente de importação não diminuiu e flutuou ao redor da

¹ "Si se repasa el debate de la época se verá que dicha convicción no formaba parte de un programa partidario particular sino que participaba del patrimonio cultural de la mayor parte de la sociedad política" (Gerchunoff e Guadagni, 1987).

média do período (10%). Esta complementaridade entre importações e investimento fica clara se observamos a estrutura das compras externas no período: a escassa participação dos bens de consumo na pauta de importações mostra tanto a indispensabilidade destes bens para a atividade interna quanto o contínuo estrangulamento de divisas (Gráfico 1.4A).



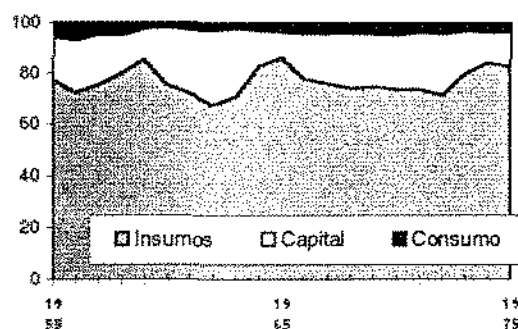
Fonte: CEPAL.

O desequilíbrio externo não era provocado somente pelos requerimentos de importações. A economia argentina também não conseguiu incrementar o coeficiente de exportações. Estas continuaram concentradas, basicamente, em produtos agropecuários, sendo que, por diversas razões que detalharemos a seguir, o setor agropecuário se constituiu em um limite ao crescimento econômico (Gráfico 1.4B). Ou seja, os problemas externos se manifestaram pelos dois lados da balança comercial. As crises no setor externo exigiam a contenção do crescimento econômico com o objetivo de ajustar a balança comercial. Desta forma, a explicação da trajetória oscilante se deve a que *"el juego de precios relativos imperantes en las dos últimas décadas ha estructurado un sector externo con una oferta insuficiente de divisas en relación a la demanda de importaciones que se requiere cuando la economía se mueve en los niveles de pleno empleo de sus factores productivos; [...] superar esa tasa a fin de alcanzar el pleno empleo dará lugar tarde o temprano a un déficit externo que llevará a retrotraer nuevamente la economía"* (Brodersohn, 1974)². Portanto, quando as reservas chegavam a um nível crítico devido ao desequilíbrio comercial era necessário transformar o período de crescimento econômico numa recessão, com o objetivo de recompor o estoque de divisas. Por esta razão, ao reduzir-se o nível das importações, o produto diminuía simultaneamente³.

² *"La presión de los requerimientos de importación sobre el nivel de las reservas generaba un déficit en la cuenta corriente, ya que los movimientos de capitales internacionales que podían equilibrarla resultaban prácticamente inexistentes en un contexto en el que las tasas de interés interna estaba regulada por el Estado y su nivel era significativamente negativo"* (Feldman e Sommer, 1983).

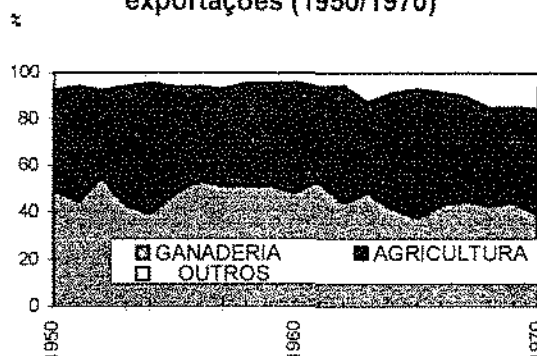
³ *"El aumento sostenido de la actividad económica tendía a aumentar más rápidamente la demanda de importaciones debido a que su elasticidad-ingreso es mayor que uno"* (Brodersohn, 1974).

Gráfico 1.4A.. Composição das importações (1955/1975)



Fonte: CEPAL.

Gráfico 1.4B. Composição das exportações (1950/1970)



Fonte: Mallon & Sourrouille (1975).

Assim, a frequência e a rapidez dos ajustes no setor externo também se explicam pelo lado das exportações argentinas. A balança comercial foi pressionada, permanentemente, pela fraca dinâmica das exportações. Uma razão-chave é a característica "estrutural" da economia argentina: a existência de uma oferta escassa de mão-de-obra, a qual atingia, rapidamente, o ponto crítico de pleno emprego (Brodersohn, 1974); isso era intensificado pela presença de um forte movimento sindical, estruturado no pós-guerra, que reivindicava constantemente aumentos salariais. Este fato, ao pressionar o nível de atividade, elevava a demanda por importações, agravando o déficit comercial, além de gerar outro efeito negativo sobre as contas externas: a redução da produção agropecuária de exportação. Este último impacto deve-se ao fato de que os produtos clássicos de exportação da Argentina eram os alimentos (carne, trigo, milho), característica particular do modelo agro-exportador adotado. Portanto, apenas o resíduo do consumo interno de bens agropecuários destinava-se à exportação (Tabela 1.1). Por essas razões, surgia um problema no balanço de pagamentos, que exigia ajustes no nível salarial⁴.

Tabela 1.1. Destino da produção agropecuária total 1935/1954(%)

Período	Setor agrícola		Setor pecuário	
	Exportação	Consumo interno	Exportação	Consumo interno
1935-1939	47	53	37	63
1945-1949	23	77	35	65
1950-1954	22	78	21	79

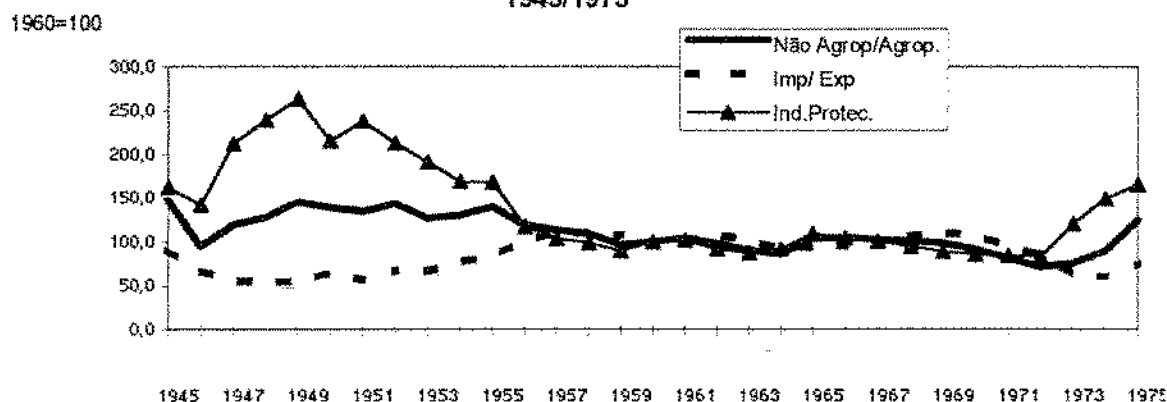
Fonte: Mallon e Sourrouille, 1975.

Não obstante, um alto nível de emprego era indispensável dentro do esquema de desenvolvimento industrial implementado. Devido à fraca competitividade da indústria doméstica, o

⁴ Esta dinâmica é explicada por Canitrot (1983): "El salario real está asociado positivamente al nivel de consumo y éste al nivel de actividad, pero el nivel de actividad depende también de la inversión [...] Cuanto más alto es el nivel de inversión, y, por lo tanto, el nivel de actividad, tanto menor es el salario real de equilibrio compatible con la restricción externa (...) cuanto más alto es el salario real, menor es el nivel de equilibrio de la actividad económica compatible con dicha restricción. En equilibrio, el salario real no puede subir sin que el nivel de actividad baje y viceversa. El único modo de elevar ambos conjuntamente es aliviar la restricción externa".

pleno emprego era necessário para garantir a absorção da produção⁵. Considerando que a atividade agropecuária não recebia proteção, pois seus preços eram determinados nos mercados internacionais, para a obtenção de lucros, os salários industriais (e urbanos em geral) deveriam crescer relativamente aos preços agropecuários, para que a diferença se destinasse à aquisição dos bens industriais (Canitrot, 1978). Com isso, se configurava uma estrutura de preços relativos prejudicial ao setor agropecuário. Os preços não-agropecuários internos subiam significativamente em relação aos agropecuários. O Gráfico 1.5 mostra que entre 1945 e 1955 a deterioração dos preços agropecuários em comparação aos não-agropecuários atingiu várias vezes a cifra de 40 em relação aos de 1960 (=100), ano posterior à forte inflação de mais de 100%, associada à estratégia de elevar os deprimidos preços agropecuários e, assim, o saldo exportável.

**Gráfico 1.5. Relação de preços externos, internos e índice de proteção
1945/1975**



Fontes: Lucángeli (1989). 1960 = 100. O índice de proteção é calculado por Lucángeli (1989) como o cociente entre a relação de preços internos e os termos de intercâmbio internacionais.

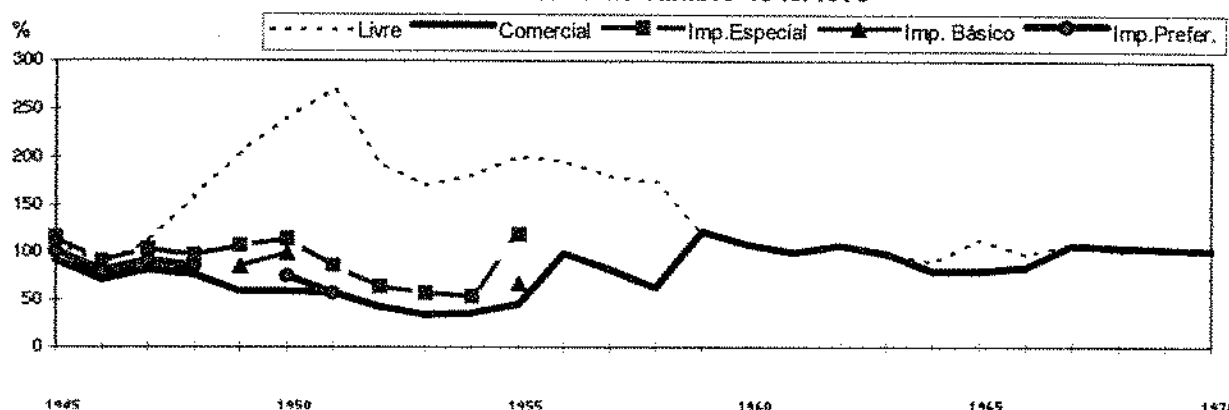
É justamente a partir de meados da década de 50 que os preços agropecuários começam a se recuperar em relação aos preços internos, após uma crise aguda na balança comercial, agravada por uma deterioração dos termos de intercâmbio do país devido à queda dos preços agropecuários. Portanto, a manutenção da dinâmica de crescimento durante o processo de industrialização somente foi possível em função da proteção concedida ao setor industrial pelo governo⁶, que por sua vez

⁵ Na primeira etapa do modelo, o setor público também incentivou o desenvolvimento industrial procurando manter um alto nível de atividade interna, próximo do pleno emprego; assim, "las industrias que se desarrollaron eran intensivas en el uso de mano de obra: por lo tanto, con el crecimiento de la producción, crecía el nivel de empleo. 1945-49: hubo 40% nuevos empleos creados por el sector manufacturero, y 25% nuevos empleos públicos, [...] y se llegó al pleno empleo" (Ferrer, 1987).

⁶ Canitrot (1983) explicou como a proteção tarifária permitia a acumulação na indústria doméstica: "Dado un cierto nivel arancelario, la tasa de cambio, a precios internacionales invariables, define el extremo superior del margen de protección, esto es, el precio por arriba del cual ingresaría al país la competencia extranjera; por el otro lado, el nivel del salario determina, vía costos, el extremo inferior. Luego, el margen de protección varía positivamente con la relación tasa de cambio a salario nominal...El margen cumple para las empresas dos funciones conexas esenciales a su seguridad: 1) las resguarda de las fluctuaciones de los precios externos (e internos) y 2) les otorga flexibilidad para fijar su propia política de precios y salarios. En otras palabras, la función del margen es cubrir a las empresas de la situación de borde de cornisa representada por la competencia perfecta. (...) Esta autonomía del sector industrial hace posible fijar precios y salarios por mutuo acuerdo entre empresarios y asalariados. A esta facilidad se agrega el hecho de que en una producción orientada hacia el mercado interno el gasto de los asalariados es un componente principal de la demanda y el aumento de salarios un modo efectivo de promoverla. Consecuentemente, el acuerdo deriva en mutua ventaja". A existência dessa margem é, além

dependia dos recursos tributários arrecadados sobre a exportação agropecuária. O setor público favoreceu o desenvolvimento industrial e a atividade interna fixando o nível da taxa de câmbio abaixo da paridade teórica de equilíbrio (ver Gráfico 1.6) e reduzindo os preços das importações para o setor, além de implementar uma política de crédito público subsidiado⁷.

Gráfico 1.6. Taxas de câmbio 1945/1970



Fonte: Cottelly (1989) (Paridade teórica de equilíbrio = 100).

Além disso, a situação do setor rural também prejudicou a solidez do financiamento fiscal, porque, como apontam Gerchunoff e Guadagni (1987), as receitas que o setor público obtia do imposto sobre as exportações constituíam uma das fontes de recursos básicos para sustentar o modelo substitutivo. Mas, após 1955 a agricultura teria uma taxa de crescimento muito baixa (média de 0,3% no período 1955/73, dados da Cepal). Por outro lado, como afirmavam esses autores, o setor público contava com mais três fontes de recursos: o superávit inicial do Sistema de Seguridade Social (Previdência), o imposto de renda sobre as classes alta e média e o imposto inflacionário. No final da década de 50 todas essas fontes também se encontravam em sérias dificuldades. Gerchunoff e Guadagni (1987) afirmam que o imposto inflacionário era uma das fontes de financiamento institucionalizadas para a atividade pública no esquema inicial do modelo. Mas, ao longo do processo de industrialização, esse recurso foi perdendo sua efetividade ante o processo de desmonetização, que constituía o mecanismo de defesa dos agentes econômicos contra a aceleração inflacionária (Gráfico 1.7). Segundo os autores, em 1950, o setor público absorvia cerca 5% do PIB através do imposto inflacionário.

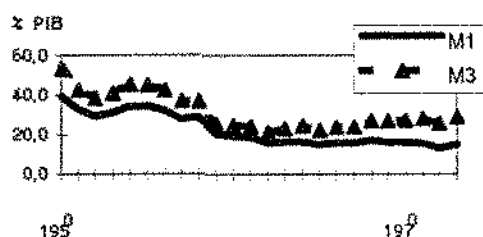
Ademais, o processo inflacionário prejudicou a arrecadação dos impostos diretos devido ao efeito Olivera-Tanzi e à maior facilidade de evasão. Estes efeitos também afetavam a arrecadação do

disso, a razão da baixa capacidade das autoridades econômicas para regular preços e salários industriais pela via do comércio exterior, salvo mediante a aplicação de políticas extremas que simultaneamente coloquem as empresas no limite de sobrevivência. Fora deste caso o efeito é fraco. Na experiência argentina houve reiteradas ocasiões de queda da relação entre a taxa de câmbio e o salário sem efeitos redutores sobre os preços industriais.

⁷ A importância do crédito subsidiado pelo setor público para o processo de industrialização na Argentina é ressaltada pelos seguintes autores: "puede decirse que sin tasa de interés negativa no habría habido inversión en la Argentina" (Feldman y Sommer, 1983); "Los recursos financieros absorbidos por el Estado (...) impulsaron la inversión pública y simultáneamente permitieron estimular la inversión privada a través de los créditos fiscales (Tax expenditures) y de las tasas de interés de subsidio en el sistema financiero institucionalizado. Por ello es que por varias décadas no se verificó en la

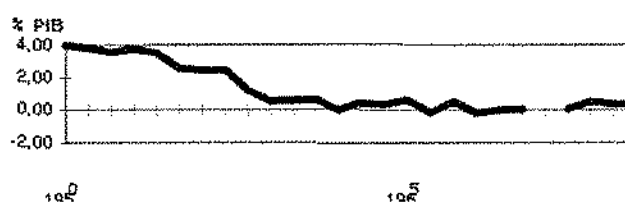
Sistema de Seguridade Social (Previdência). O superávit do sistema de previdência era, em 1950, de quase 4% do PIB (Gráfico 1.8) e dez anos depois havia praticamente desaparecido, convertendo-se, na realidade, numa despesa adicional para o setor público. Não obstante, vale mencionar que este resultado era esperado, uma vez que no período inicial de adoção do sistema de repartição o número de contribuintes era consideravelmente maior que o de beneficiários. Esta equação modificou-se sensivelmente à medida que a relação entre a quantidade de contribuintes e a de beneficiários foi diminuindo. A quantidade de beneficiários em relação à população total passou de 2% em 1950 para 7% vinte anos depois (dados de Fiel). Mas esta redução dos recursos da seguridade social (previdência) não foi substituída por uma fonte alternativa de financiamento das atividades estatais.

Gráfico 1.7. Coeficientes de monetização 1950/1975



Fonte: CEPAL.

Gráfico 1.8. Superávit do Sistema de Seguridade Social (Previdência) 1950/1975



Fonte: Carciofi (1989). Nota: 1971 sem dado.

O modelo de substituição de importações tinha se iniciado num momento em que a situação externa era extremamente favorável⁸. Todavia, estas condições logo se reverteram. Na década do 50, houve um aumento da restrição externa, que afetou as contas fiscais num momento em que as outras fontes de financiamento também estavam se esgotando. Em consequência, no final dos anos 50, era preciso restabelecer o equilíbrio externo e fiscal sob outras condições. A solução adotada foi a redução da participação do setor assalariado na renda, através de uma forte desvalorização cambial e de uma taxa de inflação elevada, o que redistribuiu a riqueza às empresas para aumentar sua capacidade de poupança e investimento⁹. Desta forma, em 1958 a taxa de inflação superou 50% e, em 1959, 100%, o que contrasta fortemente com as demais taxas de inflação do período 1945/1970 - excluindo-se aqueles dois anos e o de 1950 (em que a inflação chegou a 50%), a média do período foi de 20% (INPC). Com isso, em 1959 os salários experimentaram uma queda da ordem de 30% e a participação do setor assalariado no PIB caiu quase 10% em comparação com 1955 (Gráfico 1.9). Um dos efeitos mais importantes da concentração de riqueza foi o alívio da restrição externa. No entanto, a disputa entre o mercado interno e o externo pela produção agropecuária intensificou-se, dada a fraca

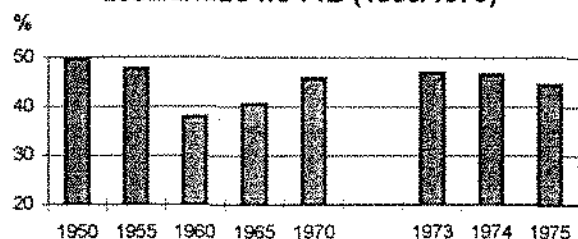
economía argentina un fenómeno empíricamente comprobable de desplazamiento del gasto privado por parte del gasto público (crowding-out) como consecuencia de las políticas fiscales expansivas" (Gerchunoff e Guadagni, 1987).

⁸ Em 1946, o estoque de reservas era considerável (US\$ 1,4 bilhões) e os preços externos eram elevados (ver Gráfico 1.5).

⁹ "La existencia de altas barreras aduaneras encuentra una justificación que aquí se entiende como esencial y que no ha sido suficientemente enfatizada: facilitar la generación interna en las empresas industriales en una situación de creciente desintermediación financiera. Se calcula que el financiamiento interno representa el 30% de las fuentes de fondos en el período 1950-55; a fines de la década del '60 el autofinanciamiento superaba ya el 50% de las fuentes de fondos" (Feldman e Sommer, 1983).

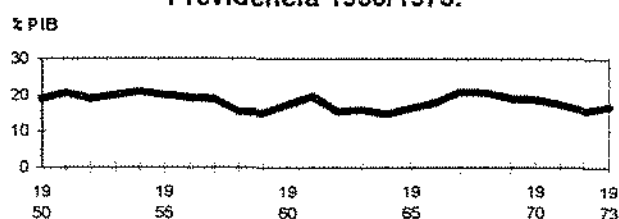
performance do setor neste período, e assim a produção industrial foi afetada, devido à escassez de divisas em relação a seus requerimentos de bens de capitais e insumos importados.

Gráfico 1.9. Participação do setor assalariado no PIB (1950/1975)



Fuente: CEPAL.

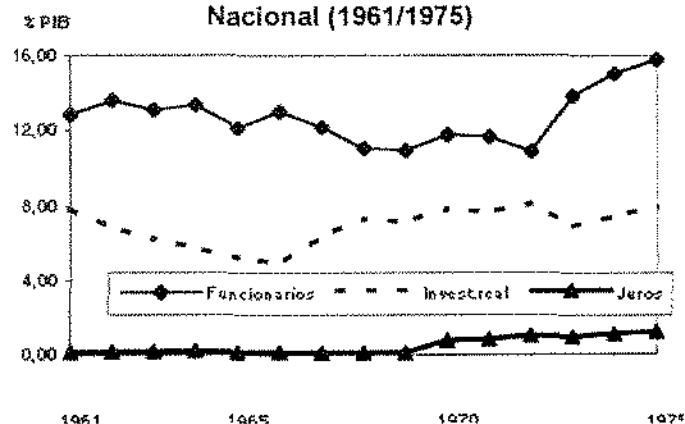
Gráfico 1.10. Arrecadação de impostos diretos e indiretos e da Previdência 1950/1973.



Fuente: Vitelli (1990).

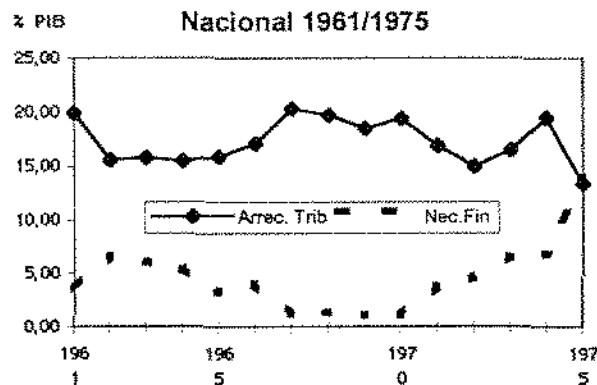
Para fortalecer as contas fiscais, procurou-se aumentar o nível de monetização da economia, que havia caído fortemente após o pico inflacionário de 1959. Contudo, apesar de a taxa de inflação ter atingido menos de 10% ao ano em 1968/69, o nível de monetização da economia cresceu pouco (Gráfico 1.7). A melhora da situação fiscal deveu-se, na verdade, à recuperação da arrecadação tributária (Gráfico 1.10). Em resumo, após estas modificações, durante a década de 70 e, especialmente, a partir de 1966 (no início de um novo governo militar) a economia conseguia aliviar as duas restrições, mas à custa de menores taxas de crescimento e da redução da participação do setor assalariado no produto. O setor externo foi beneficiado pelo menor coeficiente de importações e pela recuperação no coeficiente de exportações. O setor público manteve uma alta participação na atividade interna. No entanto, houve uma sensível modificação no caráter do gasto fiscal. As despesas de pessoal foram comprimidas e a participação do investimento público na despesa aumentou.

Gráfico 1.11. Despesas do Governo Nacional (1961/1975)



Fonte: Fiel (1987a).

Gráfico 1.12. Arrecadação Tributária e necessidade de financiamento do Governo Nacional 1961/1975



Fonte: Fiel (1987a).

A estratégia implementada na segunda etapa do modelo substitutivo encontraria seus limites na estrutura do mercado de trabalho da economia argentina¹⁰. Desta forma, no final dos anos 60, a

¹⁰ Segundo Canitrot (1978), diante das escassas reservas de mão-de-obra e com um movimento sindical muito ativo e organizado, só havia três procedimentos para impor uma política semelhante: o acordo político, no qual os assalariados renunciariam a uma parte das suas rendas; a inflação, que reduziria forçosamente os salários; e a adoção de medidas

melhoria nas contas públicas começou a erodir-se, à medida que aumentavam as tensões políticas e sociais, que atingiram seu ápice em 1969, com o levante popular em Córdoba ("El Cordobazo"), que provocou a renúncia do ministro da Fazenda, Kriger Vassena, e a uma mudança presidencial dentro das Forças Armadas¹¹. No aspecto econômico, *"las dificultades para resolver los conflictos suscitados en torno a la distribución de los ingresos - ya sea por la vía democrática o por mecanismos autoritarios resultan evidentes, y se ven acompañadas por una creciente indisciplina monetaria y fiscal"* (Feldman e Sommer, 1983). Como consequência, os recursos fiscais iniciaram uma tendência declinante (passaram de 20,4% do PIB, em 1968, para 15,6%, em 1972) e o governo procurou financiar o déficit público através de empréstimos interno e externo, o que elevou suas despesas financeiras (Gráficos 1.11 e 1.12). Nesse contexto, o ritmo de crescimento econômico diminuiu, a inflação acelerou-se - saltando de uma taxa de 6,6%, em 1969, para 64%, em 1972 - e o superávit da balança comercial retraiu-se progressivamente.

1.2. "El Rodrigazo"

O modelo substitutivo nos anos 60 havia resolvido o problema dos desequilíbrios externo e fiscal por meio de uma alternativa delicada para as características da economia argentina: a concentração da renda. A fórmula fracassou apesar da presença de um governo militar. Em 1973, Perón assumiu novamente o governo, após dextoito anos de exílio no exterior, e implementou, num contexto democrático, uma política ambiciosa mediante *El Plan Trienal para la Reconstrucción y la Liberalización Nacional*. Contudo, o plano enfrentou rapidamente várias dificuldades associadas, em grande parte, ao agitado clima sócio-político da época, que se agravou seriamente após a morte de Perón, em 1º de julho de 1974. A tentativa do então ministro da Fazenda, Celestino Rodrigo, de restabelecer os desequilíbrios fiscal e externo, mediante uma forte desvalorização e um ajuste tarifário, em prejuízo do setor assalariado, resultou no descontrole total das contas públicas, com um déficit fiscal que superou 15% do PIB e a aceleração da taxa de inflação, que atingiu mais de 300% em 1975.

Antes da posse de Celestino Rodrigo, o governo peronista havia implementado uma política que procurava alcançar a meta de "Inflação Zero" através dos *Acuerdos de Compromiso* entre todos os setores sociais (Governo, Confederação Geral de Trabalhadores, Confederação Geral da Empresa).

autoritárias: *"las tres fueron intentadas, y la inestabilidad resultó de la dificultad política de mantener cualquiera de estas soluciones por un cierto periodo"*. No entanto, todas essas soluções foram rejeitadas pela população, o que resultou na falência do modelo; não obstante, *"el adicional debía ser obtenido de alguna parte: de nuevos impuestos - como los aplicados al sector agropecuario por Kriger Vassena; o de la reducción de los salarios y la ocupación en el sector público; o de los subsidios y pensiones. Si el adicional no se obtiene, o se para la inversión, o se incrementa el déficit, o alguna combinación de ambas. Esto es lo que ocurrió entre 1970-73. Los gobiernos y ministros sucesivos carecían de capacidad política para encontrar una solución"* (Canitrot, 1978).

¹¹ *"La inflación resurgió en el momento en que hizo crisis el modelo de acumulación capitalista aplicado por Kriger Vassena (...) La inflación es la manifestación económica de la resistencia de algunos sectores de la sociedad a las pautas de distribución que pretenden imponerse. Como fenómeno se autoalimenta y adquiere autonomía y desdibuja la política económica. Las políticas monetaria y fiscal se vuelven pasivas. Persiste aún con excedentes negativos de demanda y tasas de crecimiento de desocupación"* (Canitrot, 1978).

Estes acordos eram negociados num organismo do qual participavam representantes de cada setor, a Comissão Nacional de Preços e Salários, que estabelecia o controle de preços e os preços máximos. Mas, previamente, o governo havia concedido um aumento salarial de 20% como parte de sua política distributiva¹². Na realidade, a expectativa generalizada era de uma reedição das políticas clássicas do peronismo, como as do pós-guerra¹³.

Tabela 1. 2 - Termos de intercâmbio e taxas de câmbio 1970/1975

Ano	PREÇOS RELATIVOS (base 1960 = 1,00)		TAXAS DE CÂMBIOS (paridade teórica de equilíbrio = 100)				ÍNDICE DE PROTEÇÃO
	Externos Import/export.	Internos Não-agrop./agrop.	Export/import. básico	Importador preferencial	Livre	transferências financeiras	
1970	1,08	0,92	101,6		103,4	101,6	0,85
1971	0,96	0,82	89,2		121,1	106,8	0,85
1972	0,85	0,71	60,0	97,7	138,5	118,7	0,83
1973	0,63	0,76	45,3	78,6	102,4	90,5	1,21
1974	0,60	0,90	45,3	78,6	147,3	90,5	1,49
1975	0,76	1,25	140,4	95,9	261,0	140,4	1,65

Fonte: Cottely (1989): taxas de câmbio; Lucángeli (1989): preços relativos e índice de proteção.

Todavia, o contexto de 1973 era bastante diferente do vigente em 1946, tanto no que diz respeito à possibilidade de o setor público cumprir um papel similar ao daquela época, quanto em relação à capacidade do setor agropecuário para sustentar, novamente, um ciclo de industrialização, diante da queda de seus preços internacionais (ainda que em 1971/72 eles houvessem experimentado uma melhora)¹⁴. Além disso, como destaca Ferrer (1987), desde a década de 50 havia-se aprofundado *"el deterioro de la posición relativa del comercio de alimentos y materias primas en el comercio mundial (excepto el petróleo). En 1950 los productos primarios representaban el 60% de las exportaciones mundiales, en 1970 el 35%. Esto afectó particularmente al comercio de alimentos y materias primas de origen agropecuario"*. Desta forma, afirma o autor, no contexto de 1973 *"la dotación de tierras fértiles en la zona pampeana dejó de ser, para el sistema económico mundial, un factor de atracción como para impulsar, desde afuera, el desarrollo económico"*¹⁵. A situação externa se complicaria em 1974 quando a Comunidade Econômica Européia fechou seus mercados à carne argentina. Por estas razões, Geldbard, o primeiro ministro da Fazenda do governo peronista, evitou deprimir internamente os preços do setor agropecuário para não prejudicar as exportações.

¹² O governo também anunciou que seu propósito era elevar a participação do setor assalariado no produto de 42,5%, em 1973, para 47,7%, em 1977 e 52%, em 1980. Ver Ferrer (1987).

¹³ Os instrumentos clássicos do peronismo foram: aumento dos salários nominais, controle de preços, taxa de câmbio sobrevalorizada, incremento do emprego e do consumo público, extensão de subsídios e manutenção de uma taxa de juros negativa (Ferrer, 1987).

¹⁴ Ferrer (1987) também ressalta as mudanças ocorridas no mercado de trabalho e a maior complexidade sócio-política de 1973 em relação a 1946: *"Los trabajadores organizados y los sectores medios vinculados a una estructura productiva más compleja y tecnificada que en 1946 habían ganado, cuando el peronismo retorna al poder en 1973, un alto grado de influencia en el sistema político y consolidado su poder negociador frente a otros sectores sociales. En este contexto, las alianzas para consolidar un amplio respaldo popular eran necesariamente más complejos"*.

¹⁵ Ferrer (1987) aponta as seguintes causas: 1) a substituição de produtos naturais por produtos sintéticos (caso das fibras naturais); 2) a expansão da produção e do intercâmbio de produtos primários entre os mesmos países industrializados (particularmente estimulados pela política agrícola comum da CEE); 3) a tendência do consumo de produtos primários a crescer menos que a renda.

Desta forma, o governo reimplantou uma política de manipulação das taxas de câmbio, restabelecendo taxas preferenciais para as importações, sensivelmente inferiores à taxa de equilíbrio. Também voltou a aumentar o índice de proteção da economia. A relação dos preços relativos internos foi outra vez direcionada em favor dos preços dos bens não-agropecuários, mas numa intensidade menor que na experiência do pós-guerra. Na realidade, como destaca Canitrot (1978), devido à melhora nos preços agropecuários nos mercados internacionais e ao aumento salarial concedido pelo governo, o setor industrial ficou numa situação pior que a do setor rural.

Tabela 1.3 - Balanço de pagamentos 1970/1975 (em milhões de dólares)

ano	Exportações	Importações	Saldo Comercial	Serv. Financ.	Saldo Cte.	Variac.Reservas
1970	1773,2	-1694,1	79,1	-222,5	-158,9	185,0
1971	1740,4	-1868,1	-127,7	-255,9	-388,7	-384,6
1972	1941,1	-1904,7	36,4	-333,6	-222,9	167,1
1973	3266,0	-2229,5	1036,5	-394,4	720,7	921,0
1974	3930,7	-3634,9	295,8	-333,3	127,2	-51,3
1975	2961,3	-3946,5	-985,2	-429,6	-1284,6	-791,1

Fonte: Fiel.

As políticas fiscais ativas contribuíram para um importante superávit na balança comercial em 1973, de mais de US\$ 1 bilhão, explicado principalmente pelo aumento nas exportações, que também permitiu uma variação positiva de mais de US\$ 900 milhões nas reservas internacionais. Contudo, em 1974, o superávit comercial foi de menos de US\$ 300 milhões, devido ao forte aumento das importações, devido à expansão da economia e ao efeito do aumento nos preços do petróleo. Em 1975, o resultado da balança comercial reverteu-se completamente, registrando um *déficit* de quase US\$ 1 bilhão e uma perda de reservas internacionais de cerca de US\$ 800 milhões. Não obstante, *"las condiciones de la economía internacional tuvieron un efecto marginal en este proceso que reconoce causas fundamentales en la orientación de la política económica peronista"* (Ferrer, 1987). A explicação do colapso do governo peronista encontra-se na desarticulação completa das contas públicas, que ficaram totalmente descontroladas.

A ampla base popular do peronismo afetou seriamente as contas públicas, dado que a tentativa de retornar ao pleno emprego, à semelhança do que ocorrera no pós-guerra, implicou a absorção da mão-de-obra excedente pelo setor público. Por um lado, devido ao avanço do desenvolvimento econômico desde 1946, as novas empresas industriais utilizavam menos mão-de-obra por unidade de capital. Por outro lado, o aumento salarial afetou, especialmente, as pequenas empresas, que utilizavam mais intensamente o fator trabalho. Finalmente, em função do caráter "nacionalista" do peronismo, foi sancionada uma Lei de Investimentos Estrangeiros que paralisou a atividade das multinacionais instaladas no país e impediu a entrada de novas empresas (Canitrot, 1978). Desta forma, o setor público expandiu o quadro de funcionários de forma espetacular: 340 mil funcionários entre 1972 e 1975 (Administração Central, Empresas Públicas, Províncias e Municípios), o que contrasta com os 95 mil novos empregos públicos criados entre 1961 e 1971 (Ferrer, 1987).

Tabela 1.4 - Evolução dos gastos do Governo Nacional 1970/1975 (em % PIB)

Conceito	1970 (1)	1975 (2)	Expansão (2 - 1)
TOTAL	33,67	39,52	5,85
1, Despesas correntes	25,19	30,58	5,39
Pessoal	11,77	15,86	4,09
Bens e serviços não pessoais	6,35	6,16	-0,19
Juros	0,77	1,27	0,50
Outras despesas correntes	0,12	0,30	0,18
Transferências	6,18	6,99	0,81
2, Despesas de capital	8,48	8,94	0,46

Fonte: Carciofi (1990).

A Tabela 1.4 mostra as consequências do aumento de salários e do emprego público sobre as despesas fiscais. Da expansão dos gastos de 5,85% do PIB entre 1970 e 1975, 70% corresponde a despesas destinadas à manutenção do funcionalismo público. Contudo, o incremento da despesa em gastos com pessoal não foi acompanhado por um ajuste nas outras contas. Pelo contrário, todas aumentaram, embora numa intensidade menor que a verificada na conta de pessoal. Como reflexo da estratégia de prosseguir o processo de acumulação através do investimento público, as despesas de capital elevaram-se em 0,46% do PIB. Finalmente, as transferências ao setor privado (0,81% do PIB), através de crédito subsidiado e de taxas de câmbio preferenciais, também pressionaram os gastos, pois, da mesma forma que na década de 40, a política de incentivos ao setor industrial integrava o plano econômico.

Tabela 1.5 - Receitas, despesas e financiamento do déficit do Governo Nacional 1970/1975 (% PIB)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975
TOTAL RECURSOS	31,80	28,54	26,64	27,12	31,15	24,43
Tributários	19,40	16,93	15,30	16,40	19,71	13,46
Não-Tributários	11,97	11,27	11,02	10,61	10,95	10,82
De Capital	0,43	0,34	0,32	0,11	0,49	0,15
TOTAL DESPESAS	33,67	32,94	32,44	34,60	39,23	39,64
Correntes	25,18	24,74	23,63	27,10	30,42	30,70
De Capital	8,49	8,20	8,81	7,50	8,81	8,94
NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO (1)	1,87	4,41	5,81	7,49	8,08	15,21
FINANCIAMENTO LÍQUIDO (2)	0,85	1,92	1,94	0,92	1,86	1,88
Uso líquido crédito interno	0,05	0,73	0,89	0,80	0,99	1,77
Uso líquido crédito externo	0,80	1,19	1,05	0,12	0,87	0,11
RESULTADO (3) = (1) - (2)	1,02	2,49	3,87	6,57	6,22	13,33
BANCO CENTRAL REPUBLICA ARGENTINA (4)	3,38	2,43	1,81	4,47	5,60	9,74
AUMENTO PASIVOS FINANC. LÍQUIDOS (5) = (3) - (4)	-2,36	0,06	2,06	2,10	0,62	3,59

Fonte: Carciofi (1990).

Diante da elevação dos gastos públicos, era necessário aumentar as receitas fiscais. No entanto, a complexidade do acordo político não permitia o aumento dos impostos, seja de forma geral,

seja sobre um setor em particular (Canitrot, 1978). Assim, a única alternativa disponível era a redução do efeito Olivera-Tanzi, dada a meta de taxa de inflação nula. Os baixos índices de preços durante a primeira metade de 1974 permitiram a recuperação da arrecadação tributária. Canitrot (1978) afirma que *"el abrupto descenso del ritmo inflación desde 7% mensual a cero, o aún a tasas negativas, es una prueba espectacular del enorme poder político del peronismo al iniciarse su gestión"*, o que explica a espetacular explosão inflacionária posterior. As tensões que o controle de preços trazia, que acumulavam-se com a "taxa de inflação reprimida", começaram a se manifestar em maio de 1974, quando foram rompidos os *Acuerdos de Compromiso* e explodiram os conflitos logo após a morte de Perón, em julho do mesmo ano.

As tensões sociais agravaram-se durante o governo de Isabel Perón. Finalmente, numa tentativa de recompor a situação fiscal, em junho de 1975, implementou-se o Plano Rodrigo, com o objetivo de ajustar as contas públicas e externas mediante um forte ajuste tarifário e uma maxidesvalorização cambial. O sindicalismo reagiu rapidamente e conseguiu um ajuste maior no nível de salários (o que levou à renúncia do ministro). Conseqüentemente, ocorreu a total desarticulação das contas públicas. Os efeitos do "Rodrigazo" são percebidos claramente no nível das taxas de câmbio. A taxa básica pulou de 45,3 para 140,4 em relação à paridade teórica de equilíbrio (100), enquanto a taxa de câmbio paralela chegou a 261 (Tabela 1.2). A arrecadação tributária caiu mais de 6% do PIB em comparação com 1974, o déficit fiscal chegou a 15,21% e a taxa de inflação a 330%, configurando-se um contexto de total caos econômico.

Com o "Rodrigazo", inicia-se na Argentina o regime de alta inflação. Em praticamente todos os anos entre 1975 e 1989, a taxa de inflação foi superior a 100% ao ano. De acordo com Heymann (1989), a característica deste regime é que os agentes buscam, continuamente, recolher e processar a maior quantidade possível de informações no curto prazo para precaver-se de perdas causadas pela evolução futura dos preços. Assim, o horizonte dos planos econômicos se reduz significativamente. Além disso, as transações correntes são prejudicadas, pois perde rapidamente relevância a informação da concorrência de preços. Fanelli e Frenkel (1990), por sua vez, apontam que neste regime, a estrutura de contratos e a formação de expectativas adaptam-se totalmente à alta inflação. Como resultado, surge uma configuração institucional altamente coordenada e de plena adaptação a um contexto de grande incerteza e instabilidade, que também afeta a dinâmica de curto prazo. Em outras palavras, a resposta institucional à incerteza é o uso de contratos indexados - com prazos reduzidos e referenciados a alguma variável macroeconômica chave - com o objetivo de preservar os patrimônios.

Como resultado do regime de alta inflação, a variabilidade e a volatilidade dos aumentos de preços cresce significativamente (de período a período e de produto a produto), desarticulando o sistema de preços relativos e a distribuição da renda, e colocando as riquezas em ameaça permanente. Como isto, cria-se uma forte incerteza em relação ao futuro, os agentes adotam condutas defensivas, procurando em alguma variável macroeconômica - como a taxa de inflação passada, a taxa de câmbio

ou o preço dos combustíveis - uma referência para corrigir seus preços, mas perpetuando, dessa forma, o ritmo inflacionário. Portanto, as expectativas dos agentes tornam-se fundamentais para manter a taxa de inflação baixa. Contudo, devido à existência de custos associados à renegociação de contratos (enquanto a evolução dos preços relativos não apresenta mudanças excessivamente bruscas em prejuízo de alguma das partes), a indexação à inflação passada constitui um mecanismo racional para o estabelecimento das relações contratuais. Assim, num contexto de "alta inflação" os contratos são indexados à inflação passada apenas em circunstâncias de "normalidade". Dentro da anormalidade que a "alta inflação" supõe, "normal" significa que não ocorram mudanças significativas nos preços relativos em função, por exemplo, de um choque de oferta, de pressões dos sindicatos por reajustes salariais ou de alguma outra medida de política (Fanelli e Frenkel, 1990).

A conclusão principal da análise do regime de "alta inflação" é que o processo inflacionário torna-se sujeito a uma forte inércia, pela vigência de cláusulas formais ou informais de indexação. Para manter constante qualquer estrutura de preços relativos é necessária a existência de uma taxa de inflação positiva. A indexação à inflação passada determina a existência de uma taxa de inflação de "equilíbrio" não nula, que tende a perpetuar-se no tempo enquanto permanecer estável a estrutura de preços relativos. Ou seja, mesmo que não se verifiquem choques de oferta e que o governo adote políticas cambial e tarifária passivas, há inflação no presente simplesmente porque houve inflação no passado (Fanelli e Frenkel, 1990).

A gestão peronista dos anos 70 constituiu a última tentativa de manutenção do modelo de substituição de importações. Desde meados da década anterior, a sustentação do crescimento econômico dependia da alta participação do setor público, principalmente por meio de investimentos. Mas, a despeito de esta estratégia ter resolvido adequadamente o fechamento dos desequilíbrios externo e fiscal, do ponto de vista sócio-político a solução foi demasiadamente frágil. Finalmente, os conflitos, cada vez mais violentos, resultaram no retorno de Perón, que havia determinado as características essenciais do modelo substitutivo: economia parcialmente fechada, pleno emprego, alta participação pública na manutenção da atividade interna mediante mecanismos de incentivo ao setor privado e da regulamentação da economia. A intenção era repetir a experiência anterior. Mas a incapacidade do setor agropecuário para sustentar o crescimento como no pós-guerra e a pressão constante sobre o orçamento público resultaram num final explosivo. Como resultado, surgiu a institucionalidade do regime de "alta inflação", cujas práticas de indexação limitaram, a partir de 1975, a capacidade do governo para controlar a inflação. Desta maneira, apesar de um contexto recessivo e/ou de uma política monetária restritiva, o ritmo inflacionário se manteve-se. Foi esse precisamente o caso durante a experiência da abertura implementada pela gestão militar que substituiu o governo peronista, cujo objetivo seria remover as bases de funcionamento do modelo substitutivo.

2. A EXPERIÊNCIA DA LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA, COMERCIAL E CAMBIAL

2.1. A política econômica do Governo Militar

Diante do descontrole econômico provocado pelo "Rodrigazo", em março de 1976 uma junta militar assumiu o poder. A gestão econômica, conduzida por Martínez de Hoz, distinguia um objetivo de curto prazo e um de longo-prazo. O primeiro objetivo era enfrentar, mediante políticas fiscais clássicas e políticas monetárias recessivas, os desequilíbrios conjunturais nos setores fiscal e externo e deter a aceleração inflacionária. Contudo, o objetivo fundamental do novo governo era alterar o modelo de acumulação e crescimento (Feldman e Sommer, 1986). O discurso militar defendia a necessidade de eliminar o modelo semifechado, que era visto como o responsável pela estagnação econômica¹⁶, através da liberalização dos mercados¹⁷. Nesse sentido, num primeiro momento seria implementada a abertura comercial, seguida pela liberalização financeira em junho de 1977 e, finalmente, em dezembro de 1978, por uma reforma cambial.

O governo conseguiu controlar rapidamente os desequilíbrios macroeconômicos herdados, através da combinação de um forte ajuste salarial com um processo de abertura comercial externa. Contudo, o ritmo inflacionário se manteve elevado, pois o regime de alta inflação persistia. Isto levou a equipe econômica a modificar suas prioridades de política econômica¹⁸. Assim, iniciou-se uma segunda etapa no final de 1978, na qual a liberalização dos mercados financeiros, comerciais e cambiais com o exterior constituiu o principal instrumento para deter o ritmo inflacionário. Para a viabilidade desta política, foi decisivo o contexto de excesso de liquidez internacional vigente naquele momento, com um volume expressivo de capitais dispostos a ingressar no país. A abrupta reversão da conjuntura no mercado de capitais internacional culminou na experiência de março de 1981, sem efeitos sobre o regime de alta inflação. O resultado foi uma elevada dívida externa privada e pública, a qual, posteriormente, foi totalmente estatizada. Inicia-se, nesse momento, uma terceira etapa, destinada a ajustar novamente os setores externo e público.

O contexto no qual teria de ser implementado o novo ajuste externo e fiscal era, no entanto, muito mais complexo. Isto porque a contrapartida do elevado endividamento externo foi uma fuga de

¹⁶ Os problemas no setor externo foram atribuídos ao desestímulo à produção agropecuária provocado pelas políticas de depressão de seus preços internamente e de sobrevalorização da taxa de câmbio. Isto, por outro lado, também prejudicava o saldo comercial ao estimular as importações artificialmente barateadas, ao mesmo tempo que tinha como propósito continuar o processo de diversificação das exportações (Lucángeli, 1989).

¹⁷ "Condenó, invocando razones de eficiencia y equidad, los instrumentos previamente utilizados y se propuso, en cambio, la apertura de la economía, la libre operación de los mercados de capitales y la eliminación de los privilegios fiscales... Implícitamente, dio por terminada la industrialización como objetivo de la política económica" (Canitrot, 1981).

¹⁸ "Si bien es indudable que en la perspectiva del nuevo equipo económico el objetivo de largo plazo resultaba más importante, no es menos cierto que frente a los reiterados fracasos para dominar el fuerte proceso inflacionario la política de corto plazo fue adquiriendo preeminencia" (Feldman e Sommer, 1986).

capitais, com escasso efeito sobre a capacidade produtiva do país, que produziu uma mudança nas características dos desequilíbrios fiscal e externo em dois aspectos essenciais. Em primeiro lugar, a maior magnitude desses desequilíbrios tornava impossível o ajuste através dos fluxos. Em segundo lugar, a natureza dos desequilíbrios deixou de ser real e se tornou financeira. O resultado foi a perda da capacidade reguladora do Estado, uma vez que os *"instrumentos tradicionales de política se tornaron inadecuados o inoperables en las nuevas circunstancias"* (Damill e Fanelli, 1990). Esta transformação dos desequilíbrios fica clara ao observamos a evolução dos aspectos "reais" dos setores fiscal e externo.

Tabela 2.1 - Balança Comercial (1976/1983) e Reservas do B.C.R.A.

Período	Exportações	Importações	Saldo Comercial	Reservas US\$ milhões
1976	3916,1	-3033	883,1	1812
1977	5651,8	-4161,5	1490,3	4039
1978	6399,5	-3833,7	2565,8	6037
1979	7809,9	-6700	1109,9	10480
1980	8021,4	-10540,6	-2519,2	7684
1981	9143	-9430	-287	3877
1982	7623,7	-5336,9	2286,8	3226
1983	7835,1	-4515	3320,1	3470

Fonte: Fanelli e Frenkel (1990) e Damill, Fanelli, Frenkel e Rozenwurcel (1989).

No setor externo, o ajuste em 1976 teve início com um empréstimo do Fundo Monetário Internacional para recompor o nível de reservas internacionais - que no final do ano haviam praticamente triplicado em relação ao ano anterior¹⁹ -, uma desvalorização da taxa de câmbio e o começo da redução tarifária (além da eliminação das proibições sobre as importações de bens "supérfluos"). Rapidamente, o governo reverteu o resultado da balança comercial, que já em 1977 teve um superávit de US\$ 1,5 bilhão, enquanto as reservas atingiram US\$ 4 bilhões (Tabela 2.1). Todavia, para o equilíbrio externo influiu, decisivamente, a medida mais importante para o ajuste do setor público: o ajuste salarial. Os salários públicos foram congelados por três meses e passaram, logo depois, a ser reajustados trimestralmente. A Tabela 2.2 mostra como os salários de 1976 haviam caído quase 35% em comparação ao ano anterior. O forte impacto desta medida sobre as contas públicas é ressaltado por Schvarzer (1986): *"con esta sola medida, las erogaciones en sueldos y salarios del sector público cayeron desde 16.2% del PBI en 1975 hasta 9.8% en 1976, reduciendo en más de seis puntos el gasto total sin recurrir a despidos masivos ni otras medidas"* (Schvarzer, 1986)²⁰. Essa

¹⁹ Schvarzer (1986) afirma que Martínez de Hoz tinha excelentes relações com os centros financeiros internacionais, o que determinou sua nomeação como ministro da Fazenda. Isto se verificou rapidamente com o imediato empréstimo que o FMI concedeu à Argentina. O organismo aprovou um saque de 110 milhões de DES, equivalentes a mais de US\$ 100 milhões, o que solucionou prontamente os problemas de reservas da Argentina. *"El contraste con la situación de los meses anteriores, y especialmente con los infructuosos esfuerzos realizados en ese ámbito por los últimos Ministros de economía del peronismo, revela el cambio de actitud de los centros financieros internacionales hacia la Argentina y el apoyo concedido a las nuevas autoridades en el plano económico"* (Schvarzer 1986). Em agosto de 1976 o FMI aprovou um segundo empréstimo por 260 milhões de DES, e abriu a porta para créditos adicionais por parte dos bancos privados do exterior.

²⁰ Schvarzer (1986) também observa que *"Martínez de Hoz señaló explícitamente que la libertad de precios decidida el 2 de abril (1976) no se aplicaba a los salarios y utilizó diversos instrumentos para lograr su retraso en términos reales. En julio de 1976, cuando el nivel adquisitivo del salario había caído alrededor del 40% respecto a los niveles de la primera mitad de la"*

medida também constituiu um sinal para a determinação do nível salarial no setor privado, no qual os salários diminuíram quase 30%. Contudo, o nível de ocupação pública variou pouco.

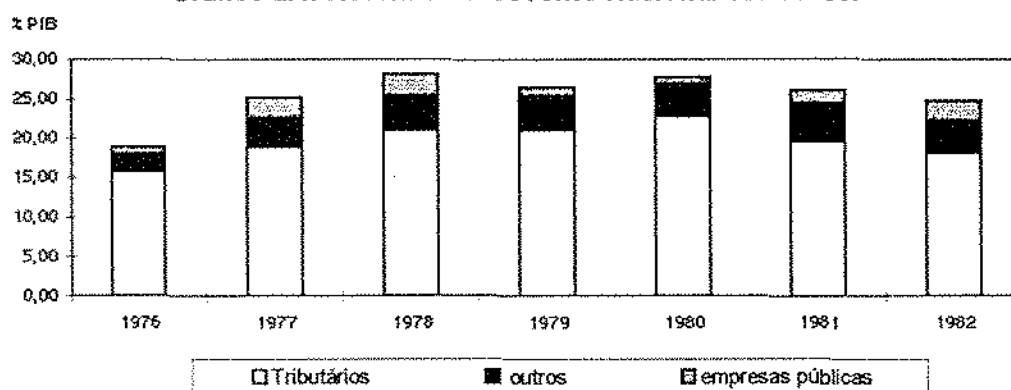
2.2 - Despesas com funcionalismo do Governo Nacional - 1975/1980

	Gastos com pessoal	Ocupação	Índice de salário	Salários privados
1975	100	100	100	100
1976	65,6	100,6	65,2	71,7
1977	63,3	95,9	66	63,3
1978	75,5	95,3	79,2	60
1979	79,8	93,8	85,1	69,3
1980	94,2	93,5	100,7	77,3

Fonte: Carciofi (1990).

Do lado das receitas, o governo ampliou a prática de indexar as receitas fiscais, iniciada na parte final do governo peronista, incluindo as tributárias. Desta forma, a carga tributária aumentou e alcançou 20% do PIB em 1978 (Gráfico 2.1). Ao mesmo tempo, foi realizado um forte reajuste das tarifas públicas, cujo superávit passou de 0,90% do PIB, em 1976, para 2,70% do PIB, em 1978. Finalmente, a partir de 1977, logo após a reforma financeira em meados desse ano, o governo começou a tomar empréstimos no sistema financeiro doméstico. Estes empréstimos estão relacionados, em grande medida, ao aumento expressivo dos investimentos (gastos militares vinculados ao conflito com o Chile em 1978, que esteve a ponto de transformar-se em guerra). Desta forma, a despesa em investimento real por parte do governo situou-se em 12% do PIB até 1979. As empresas públicas também tiveram uma participação importante na demanda de recursos ao setor financeiro, especialmente a partir de 1978, quando o controle tarifário foi utilizado como instrumento antiinflacionário. O superávit das empresas públicas diminuiu para 0,80% do PIB em 1980 e só se recuperou diante da necessidade de realizar o ajuste externo a partir de 1981.

Gráfico 2.1. Receitas do Governo Nacional 1976/1983.

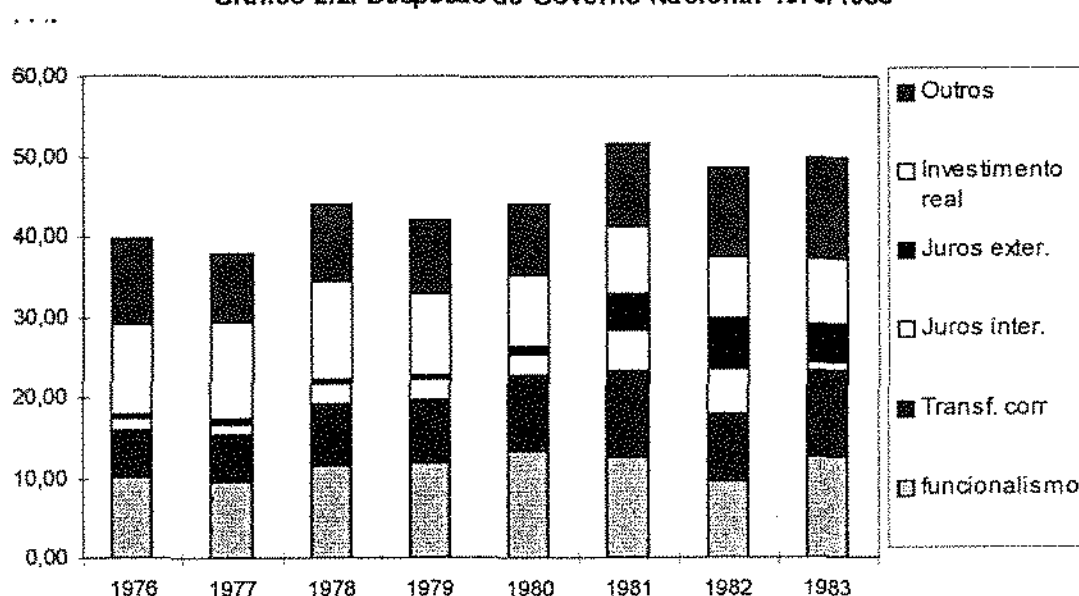


Fonte: Fiel (1987a).

Os elevados gastos públicos em investimento tiveram o efeito de gerar uma expansão considerável de novos setores fornecedores do Estado (Damill e Fanelli, 1990), o que elevaria consideravelmente o nível desta conta em relação ao passado. Por essa razão, o gasto fiscal em

transferências ao setor privado e na aquisição de bens e serviços aumentou de forma expressiva. Além disso, contraditoriamente ao seu discurso, o governo não extinguiu os programas de "promoção industrial" herdados do governo anterior. As transferências do Estado ao setor privado subiram de 5,70% do PIB, em 1976, para 10,60% do PIB, em 1981. Finalmente, é notório o incremento da participação das despesas com juros internos, a partir de 1978, e externos, desde 1981. O conflito da nova natureza do ajuste fiscal com a crise externa de 1982 - financeira no lugar de "real" - se reflete tanto na queda das despesas com pessoal nesse ano, como no aumento posterior em 1983, devido às pressões sofridas pelo governo militar com a volta da democracia (Gráfico 2.2).

Gráfico 2.2. Despesas de Governo Nacional 1976/1983



Fonte: Fiel (1987a).

Portanto, a evolução do setor público durante a gestão militar apresenta uma primeira etapa na qual foi realizado o ajuste que o "Rodrigazo" não conseguiu efetuar. Ou seja, a utilização do salário como variável de ajuste, o que teve efeitos positivos sobre o setor externo. Desta forma, como afirmam Damill e Fanelli (1990), o governo militar conseguiu recompor as condições de funcionamento do modo de acumulação vigente e melhorar o balanço de pagamentos através de uma modificação na distribuição da renda²¹, sem atuar diretamente sobre as causas dos desequilíbrios: *"no se encararon medidas sustantivas para modificar algunos problemas estructurales que el sector público mostraba ya con claridad en la primera mitad de los setenta, como los relativos al financiamiento del Sistema Previsional y de los regímenes de promoción industrial"* (Damill e Fanelli, 1990). Apesar do forte aumento da pressão tributária, o desequilíbrio fiscal persistiu, diante da manutenção das despesas com investimento e com "fornecedores do Estado" e das despesas totais.

²¹ A participação do setor assalariado na renda total caiu de 49,3%, em 1975, para 32,3%, em 1976, e para 30,8%, em 1977. Dados de Schvarzer (1986).

Tabela 2.3 - Taxas de inflação, monetização e déficit do Governo Nacional 1976/1983 (% PIB)

	INPC	M2/PIB	Total de Despesas	Total de Recursos	Nec. de Financiamento
1976	349	9,5	28,70	18,90	9,8
1977	160	13,2	28,50	25,20	3,2
1978	169,3	17,6	31,90	28,10	3,8
1979	140,1	19	30,10	26,50	3,6
1980	87,5	24,9	32,00	27,70	4,3
1981	131,2	23,6	32,90	26,30	6,6
1982	209,7	16,9	28,10	24,80	3,4
1983	433,6	11,6			

Fontes: Damill, Fanelli, Frenkel e Rozenwurcel (1988): INPC e M2/PIB; Fiel: dados fiscais.

A taxa de inflação continuou elevada (350% em 1976, e 160% em 1977, ver Tabela 2.3) devido à manutenção do regime de alta inflação²². O objetivo primordial da liberalização do sistema financeiro²³ e do mercado de câmbio foi o combate à inflação e não mais a mudança do modelo de crescimento. A reforma financeira de junho de 1977 liberalizou as taxas de juros nos bancos comerciais e eliminou a maior parte dos créditos subsidiados. Simultaneamente, o Banco Central reduziu a emissão monetária a um ritmo menor que a inflação, num contexto de demanda por recursos por parte do tesouro e das empresas estatais (limitadas em recursos pela impossibilidade de ajustar suas tarifas, para frear a taxa de inflação) (Schvarzer, 1986). Conseqüentemente, a taxa de juros interna explodiu, e o elevado diferencial entre a taxa de juros interna e a internacional provocou um forte ingresso de capitais²⁴, o que implicou um aumento do estoque de reservas internacionais e, conseqüentemente, da base monetária. Em dezembro de 1978, no contexto de abertura comercial e liberalização financeira, foi implementada uma nova política cambial, utilizando-se uma taxa de câmbio sobrevalorizada como instrumento antiinflacionário. O programa baseava-se num cronograma de desvalorização pré-anunciada ("la tablita"²⁵). Contudo, dado que a taxa de inflação no momento

²² Uma das razões fundamentais pelas quais o regime de alta inflação prevaleceu apesar das severas medidas de ajuste é a política para o mercado de trabalho aplicada pelo governo. No princípio os salários foram congelados por três meses -- pelo que diminuíram fortemente em termos reais, diante da alta inflação -- e depois passaram a ser reajustados a cada três meses. Desta forma, o governo institucionalizou a indexação no mercado de trabalho, apesar da política de repressão sindical levada a cabo. Ver Damill e Fanelli (1990), que também explicam que, ante um regime de alta inflação, a consequência da adoção de uma política monetária restritiva não é a redução da taxa de inflação, apesar de gerar-se uma recessão, mas sim a redução do estoque real de moeda, elevando a taxa de juros e assim realimentando o contexto recessivo da economia.

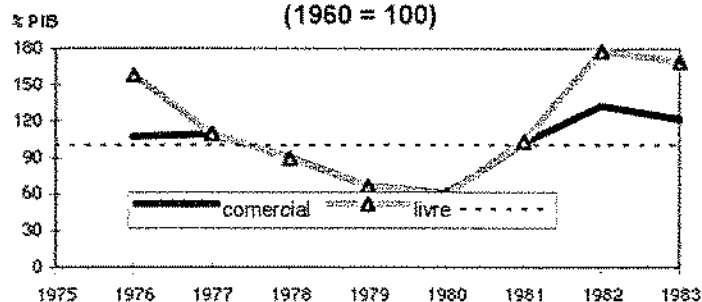
²³ Schvarzer (1986) afirma que a reforma financeira teve uma fundamental transcendência política pelo fato de que a repressão militar ao sindicalismo peronista não havia logrado suprimir seus dirigentes máximos, e por isso o objetivo da reforma era impedir qualquer volta ao passado. *"El cambio más importante de toda la etapa derivaba del aliento a un sistema financiero -- especulativo cuya impetuosa acción, a comienzos de 1976, había derribado las últimas barreras defensivas del gobierno peronista. En junio de 1977 ese desplazamiento del poder económico quedaba sancionado y se estructuraba orgánicamente. El nuevo mercado financiero, a partir de entonces, se iría convirtiendo en la valla más importante contra cualquier intento de retroceder en el camino emprendido"* (Schvarzer, 1986).

²⁴ Segundo Ferrer, entre o terceiro trimestre de 1977 e o primeiro de 1978 a entrada de capitais de curto prazo alcançou US\$ 2,3 bilhões (dados citados por Schvarzer, 1980). A taxa real de juros pulou de -1,3% para 11,4% do terceiro para o último trimestre de 1979 (dados de Canitrot, 1981).

²⁵ A tablita consistia em umas tabelas mensais prefixadas e anunciadas previamente de desvalorização da taxa de câmbio e de aumento das tarifas públicas, decrescentes no tempo e tendentes a zero, momento no qual se sustentava que a taxa de inflação interna seria igual à internacional, dado o contexto de abertura comercial e financeira.

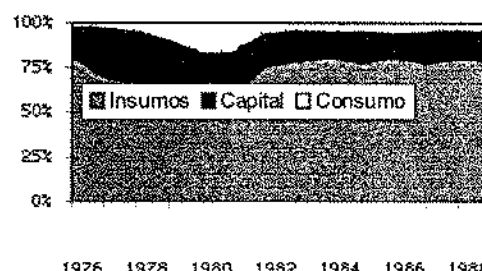
(9% mensal) era superior à correção inicial da taxa de câmbio, a moeda doméstica passou a apresentar uma expressiva sobrevalorização, que se traduziu em elevados déficits comerciais, tanto pela queda das exportações como pelo aumento das importações. A combinação destas políticas levou, após um recessão inicial, a uma recuperação da atividade econômica.

**Gráfico 2.3. Taxas de Câmbio 1975/1983
(1960 = 100)**



Fonte: Cottely (1989). Paridade teórica de equilíbrio = 100.

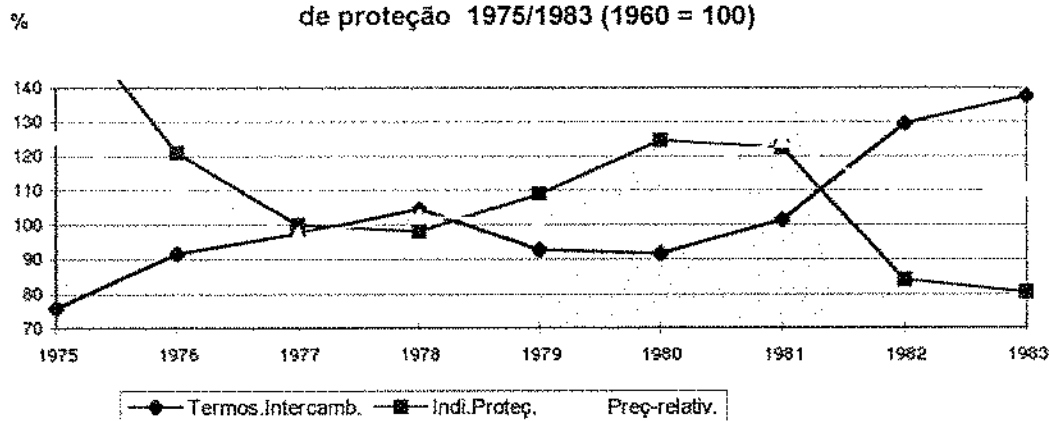
Gráfico 2.4. Composição das importações (1976/1983)



Fonte: CEPAL.

A taxa de câmbio sobrevalorizou-se rapidamente: caiu 20% de 1977 a 1978 e voltou a cair mais de 30% entre 1978 e 1980 (Gráfico 2.3). O efeito da sobrevalorização cambial afetou decididamente a balança comercial, cujo superávit de US\$ 2,5 bilhões em 1978 transformou-se num déficit da mesma magnitude em 1980. Ademais, a abertura comercial afetou a composição das importações, elevando-se expressivamente a participação dos bens de consumo no total, em grande medida porque a abertura comercial foi muito mais intensiva neste segmento do que no dos insumos (Gráfico 2.4). A indústria doméstica de bens de consumo sofreu os efeitos da concorrência externa, ao mesmo tempo em que seus custos de produção aumentavam, dada a proteção concedida à produção doméstica de insumos. O resultado foi a retração da produção interna.

Gráfico 2.5. Termos de intercâmbio, preços relativos e índice de proteção 1975/1983 (1960 = 100)



Fonte: Lucángeli (1989). O índice de proteção é calculado por Lucángeli (1989) como o cociente entre a relação de preços internos e os termos de intercâmbio internacionais.

A entrada de capitais continuou elevada, mas a magnitude do déficit comercial gerou a expectativa de uma próxima desvalorização, seguida por uma fuga de capitais e uma crise financeira em março de 1980²⁶. O governo já havia iniciado a estratégia de aumentar sua dívida externa através de suas empresas, com o objetivo de aumentar o estoque de reservas e a confiança no plano. Logo após a crise financeira, ele começou a realizar redescontos para auxiliar os bancos diante da queda de seus depósitos, reflexo da falta de confiança do público no plano. Mas a expansão monetária teve o efeito de aumentar a desconfiança - também afetada por problemas nas Forças Armadas - pois se temia que a anunciada mudança presidencial de março de 1981 resultasse no fim do plano econômico. Para fortalecer a confiança dos agentes, o governo restabeleceu a garantia oficial sobre os depósitos e, em fevereiro, abandonou o cronograma da "tablita", efetuando uma desvalorização excepcional de 10%, e anunciou uma nova tabela de desvalorização mensal, superior à original, mas pouco significativa diante do atraso acumulado na taxa de câmbio. Com a mudança no comando político, a tablita foi extinta e uma nova desvalorização, de 30%, foi implementada em abril de 1981. Damill e Fanelli (1990) observam que nesse momento, diante da considerável sobrevalorização da taxa de câmbio *"la persistencia de la libertad cambiaria en ese contexto (combinada con la creación de dinero por parte del banco central para apuntalar al sistema financiero) facilitó un cambio de las carteras financieros privadas de dimensiones nunca antes observadas"*.

Tabela 2.4 - Dívida externa argentina 1975/1983

(bilhões de dólares)

Anos	MONTANTE						INDICADORES		
	pública	%	privada	%	TOTAL	Crescim.	dívida/exp	serv/exp	dívida/pib
1975	4,0	51,1	3,9	48,9	7,9		266,8	14,5	16,7
1976	5,2	62,7	3,1	37,3	8,3	5,1	211,9	12,6	17,1
1977	6,0	62,4	3,6	37,6	9,7	16,9	171,6	10,3	17,4
1978	8,4	66,9	4,1	33,1	12,5	29,1	195,3	10,6	21,6
1979	10,0	52,3	9,1	47,7	19,0	52,3	243,3	11,8	26,3
1980	14,5	53,2	12,7	46,8	27,2	42,7	339,1	19,1	30,9
1981	20,0	56,1	15,6	43,9	35,7	31,3	390,4	40,5	40,1
1982	28,6	65,6	15,0	34,4	43,6	22,3	571,8	61,9	53,7
1983	33,2	72,1	12,8	27,9	46,0	5,4	575,5	69,0	53,6

Fonte: CEPAL.

Entre o início da crise financeira, em março de 1980, e o primeiro trimestre de 1981, cresceu explosivamente a demanda de divisas por parte do setor privado, a qual, dado o ambiente de liberdade cambial, precisou ser atendida pelo Banco Central. O governo vendeu nesse período US\$ 5,8 bilhões (Schvarzer, 1986), o resultou na perda de reservas e na contratação de empréstimos externos oficiais. Assim, a dívida externa pública cresceu vertiginosamente nesse período. Em 1982, Domingo Cavallo,

²⁶ A crise financeira começou com a liquidação do maior banco local (Banco de Intercâmbio Regional), que afetou cerca de 350 mil pessoas com um total de depósitos em pesos equivalente a um bilhão de dólares. *"A los pocos días la autoridad monetaria cerró otros bancos que se contaban entre los más grandes del país, provocando un pánico generalizado entre los inversores y una onda de demanda especulativa de divisas"* (Schvarzer, 1986).

presidente do Banco Central, permitiu ao setor privado converter sua dívida em dólares para pesos, sendo a contrapartida em divisas assumida pelo governo, medida que resultou na transformação de praticamente toda a dívida externa privada em pública. As desvalorizações em 1982 e 1983 novamente implicaram uma aceleração da taxa de inflação (200% e 433%, respectivamente), o que, por sua vez, desvalorizou as dívidas do setor privado com o Estado. Conseqüentemente, como contrapartida do aumento da dívida externa, ocorreu uma expressiva desnacionalização da riqueza.

A dívida externa foi a maior seqüela da experiência de abertura financeira, cambial e comercial, passando de US\$ 8,3 bilhões, em 1976, para US\$ 46 bilhões, em 1983. Contudo, a maior parte do endividamento foi acumulada durante o período de dois anos no qual as três políticas de desregulamentação coincidiram no tempo. Entre 1978 e 1980, a dívida cresceu US\$ 15 bilhões (Tabela 2.4). O salto das taxas de juros internacionais elevou o serviço da dívida a um patamar insuportável para a economia argentina, que precisou aumentar progressivamente seu endividamento externo para pagar os juros devidos. Além disso, o desequilíbrio externo agravou-se devido à deterioração dos termos de intercâmbio, provocada pelo aumento do preço do petróleo. Por estas razões, após a saída de Martínez de Hoz, em março de 1981, sucederam-se diversas desvalorizações da moeda doméstica com o objetivo de acumular superávits comerciais para enfrentar o elevado déficit da conta de serviços financeiros. A situação do balanço de pagamentos se complicou seriamente depois da moratória mexicana, em agosto de 1982, que implicou o corte de novos fluxos de financiamento externo para a América Latina.

De acordo com Frenkel, Fanelli e Sommer (1988), se por um lado as políticas cambial e tarifária induziram a um sensível aumento nas importações de bens e serviços no triênio 1979/81, por outro lado as fortes desvalorizações a partir de 1981 - somadas a certas medidas restritivas — conseguiram reduzir as importações de bens e serviços aos patamares de 1976. Em conseqüência, considerando o período 1976-1982 como um todo, durante o qual ocorreu o crescimento acelerado da dívida externa, o saldo comercial foi positivo, enquanto o saldo de serviços reais, apesar de negativo, não foi elevado ao ponto de explicar o forte aumento da dívida. Assim, este aumento não se deve, essencialmente, ao excesso de gasto interno. A expressiva elevação do endividamento externo também não se explica pelo gasto improdutivo em turismo ou em consumo de bens importados, nem pelo sobreinvestimento, já que tais gastos podiam ser financiados com os superávits do comércio exterior e, talvez, um endividamento moderado - *"para saber dónde está la contrapartida en el activo de los aumentos del pasivo, hay que mirar las transacciones de stocks y no la de los flujos. El rubro 'Capitales no especificados' de la cuenta capital del balance de pagos fue negativo en forma permanente durante todo el período acumulando un saldo de alrededor de US\$ 10.000 millones. A ello hay que agregarle las salidas de capital no captados por la estadística"* (Frenkel, Fanelli e Sommer, 1988) (Tabela 2.5). Portanto, a contrapartida do maior nível de endividamento externo do país não foi, como no passado argentino, um incremento no nível de absorção interna. Esses recursos

também não foram utilizados para aumentar a capacidade produtiva do país. Na realidade, a dívida externa explica-se, em grande medida, pelo intenso processo de fuga de capitais.

Tabela 2.5 - Evolução da dívida externa 1976/1983 (milhões de dólares)

Diferença entre as contas do balanço de pagamento e o registro do Banco Central de la República Argentina (BCRA)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983
CONTA CORRIENTE	1834	-550	-1768	-4714	-2511	-2461
AJUSTES	449	1238	542	-899	-321	-760
-Financ. de Export.	9	841	-33	-1463	-504	303
-Investimento Externo	274	265	788	937	289	183
-Ajuste de Paridade	166	132	-213	-363	-106	-1246
MOVIMENTOS DE CAPITAL NÃO JUSTIFICADOS	-544	-941	-4954	-3708	-123	-398
- Outros capitais	-576	-1143	-4956	-3499	165	-68
- Erros e omissões	32	202	-298	-209	-288	-330
VARIAÇÃO DE RESERVAS	-1998	-4443	2796	3807	651	-244
NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO SEGÚNDO O BALANÇO DE PAGAMENTOS	259	4696	6384	5514	2303	3863
VARIAÇÃO DA DÍVIDA BRUTA SEGÚNDO REGISTRO BCRA	2818	6539	8127	8509	5032	4384
DÍVIDA NÃO EXPLICADA PELO BALANÇO DE PAGAMENTOS	2559	1843	1743	2995	2728	522

Fonte: Frenkel, Fanelli, e Sommer (1988).

Pode-se perceber a gravidade do endividamento externo argentino nas intensas modificações que sofreram os indicadores de endividamento (Tabela 2.4). A relação dívida/exportações saltou de 200%, em 1978, para 575%, em 1983. A relação entre os serviços financeiros e as exportações passou, no mesmo período, de 10,6% para 69%; e a relação entre a dívida externa e o produto interno cresceu de 21,6% para 53,6%. A combinação dos efeitos negativos da deterioração dos termos de intercâmbio internacionais e do salto das taxas de juros internacionais conduziu à rápida e desorganizada reversão das políticas liberais. Rapidamente, o governo militar reintroduziu os controles sobre os mercados financeiro e cambial e sobre as importações, que haviam sido eliminados progressivamente desde 1976, e adotou sucessivas desvalorizações cambiais - algumas consideráveis — para fazer frente ao importante desequilíbrio externo. Desta maneira, *"la apertura 'trunca' dio lugar, entonces, a una suerte de retirada en desorden, traumática por sus efectos sobre los niveles de incertidumbre económica sobre la distribución del ingreso y las tasas de acumulación, de un Estado que al perder progresivamente capacidad de intervención y arbitraje desarrolló, con frecuencia, políticas inconsistentes"* (Damill e Frenkel, 1990).

Frenkel e Fanelli (1990) denominaram esta etapa (1981/83) da história econômica argentina de "ajuste caótico", devido ao caráter emergencial das medidas implementadas, sem que se medissem as suas conseqüências sobre o funcionamento da economia doméstica. Por outro lado, Fanelli (1984) afirma que o impacto das políticas de liberalização financeira e cambial, ao lado da deterioração dos termos de intercâmbio, implicou uma mudança estrutural entre renda nacional e produto interno. A partir de 1981, essa relação, que se mantinha em torno de 98%, começou a se reduzir vertiginosamente, caindo para 92,7% em 1982, e para 90,8% em 1983 (ver Tabela 2.6). Diante da

estagnação do nível do PIB, o aumento dos pagamentos ao exterior, que até 1977 eram inferiores a 1,5% do PIB, cresce aceleradamente (influenciado também pelo salto nas taxas de juros internacionais), chegando a representar quase 8% do PIB em 1982, e 9,4% em 1983. A tentativa dos agentes internos de manter seu nível de vida implicou um significativo aumento do consumo total em relação à Renda Nacional Líquida. Assim, o consumo passou de menos de 75%, entre 1976 e 1978, para mais de 80% nos anos seguintes. Desta maneira, o nível de poupança interna sofreu uma queda abrupta. Em 1983, a porcentagem de poupança interna em relação ao PIB era menor que 10%.

Tabela 2.6 – Renda nacional bruta - 1976/1983 (% PIB)

	PIB (preços de mercado) (1)	Efeito variação rel. intercâmbio (2)	Renda interna bruta (1) + (2) = (3)	Renda líquida de fatores do exterior (4)	Renda nacional bruta (4) + (3) = (5)	Consumo total (6)	Poupança nacional bruta (5) - (6) = (7)
1976	100,0	-1,2	98,8	-1,0	97,8	75,3	22,5
1977	100,0	-0,1	99,9	-1,1	98,8	72,4	26,4
1978	100,0	-0,8	99,2	-1,4	97,8	73,9	23,9
1979	100,0	-0,6	99,4	-1,4	98,0	78,5	19,5
1980	100,0	2,3	102,3	-2,2	100,1	83,2	16,9
1981	100,0	3,1	103,1	-5,4	97,7	85,4	12,3
1982	100,0	0,4	100,4	-7,7	92,7	80,3	12,4
1983	100,0	0,2	100,2	-9,4	90,8	81,0	9,8

Fonte: CEPAL (preços de 1970).

Tabela 2.7 - Balanço de pagamentos 1976/1983 (milhões de dólares)

	Conta-Corrente			Conta de Capital	Variação líquida de Reservas Internacionais
	Balança Comercial	Balança de Serviços	Saldo		
1976	883	-252	650	-516	1192
1977	1490	-232	1290	1189	2479
1978	2566	-781	1834	1366	3200
1979	1110	-1681	-536	4915	4377
1980	-2519	-2272	-4768	2253	-2515
1981	-287	-4405	-4714	1155	-3559
1982	2287	-4676	-2358	-3808	-6166
1983	7832	-5808	-2461	-111	-2572

Fonte: CEPAL.

Com a política de desvalorizações e de fortes restrições às importações, o saldo da balança comercial sofreu uma brusca mudança. De um déficit de mais de US\$ 2,5 bilhões, em 1980, se passou a um superávit de mais de US\$ 2,2 bilhões, em 1982, e depois a um saldo positivo de US\$ 7,8 bilhões, em 1983. Este superávit baseou-se muito mais na forte restrição às importações (controles e desvalorizações), do que num aumento da parcela exportada do produto interno. Contudo, o crescimento do saldo negativo da conta de juros da dívida externa teve um impacto tão forte que resultou em déficits na conta corrente. Em 1982/83, este foi de cerca de US\$ 2,4 bilhões. Esta impossibilidade de cobrir o profundo saldo negativo na conta de serviços financeiros por meio de superávits comerciais é o que a torna uma conta corrente estruturalmente deficitária. Finalmente, a

incongruência nos resultados da conta corrente, da conta de capital e da variação de reservas internacionais reflete o forte processo de fuga de capitais.

O resumo da experiência da gestão militar revela que, apesar da implementação de políticas cujo objetivo era alterar o funcionamento da economia, as características da economia em meados da década de 70, quando esta gestão assumiu o governo, continuavam prevalecendo em 1983. As contas públicas continuavam pressionadas por elevadas despesas com investimento e com funcionalismo público (em 1983, houve um importante aumento de salários por parte do governo militar, com o objetivo de melhorar a aceitação social de sua gestão, diante do retorno da democracia) e a atividade do governo continuava a ser fundamental para o ritmo de crescimento da economia; a inflação se mantinha alta e o setor externo, desequilibrado. Em 1983, o rápido ajuste fiscal e externo que o governo militar realizara em 1976 não podia ser repetido, devido ao surgimento de uma elevada dívida externa, que modificou tanto a natureza como a magnitude dos desequilíbrios. Agora não era viável cobrir o fluxo de pagamentos que o estoque da dívida externa demandava. Assim, impedia-se qualquer equilíbrio nos setores fiscal e externo, porque tanto o fluxo de receitas fiscais como o superávit comercial eram comparativamente muito pequenos.

2.2. O impacto da dívida externa sobre as contas públicas.

Em 1984, quando o presidente Alfonsín assumiu o governo democrático, como resultado da "nacionalização" da dívida externa realizada pelo governo militar, 80% de seu valor era de responsabilidade do Estado. A consequência, *ceteris paribus*, desse processo, foi um aumento significativo das despesas públicas, associado ao pagamento de juros. Por isso, destacam Fanelli e Frenkel (1990), no nível doméstico a restrição externa - o hiato entre o Produto Interno Bruto e o Produto Nacional Bruto - aparece sob a forma de desequilíbrio fiscal. Mas, como as despesas necessárias para cobrir este hiato fiscal devem ser realizadas com as divisas obtidas com superávit comercial - que é privado -, o setor público precisa de recursos para adquiri-las. Esta relação econômica, que surge devido à estatização da dívida externa, é conhecida como "problema da transferência doméstica". Sendo o Estado o principal devedor, o equilíbrio externo e o equilíbrio fiscal se transformam num mesmo fato econômico. As obrigações externas do setor público se convertem diretamente num aumento das despesas totais. Para fechar as contas públicas, o montante de recursos próprios do setor público deve incluir o serviço da dívida. Contudo, a magnitude dos pagamentos externos do Estado torna essa meta impossível de ser atingida.

As tentativas, a partir de 1981, de equilibrar tanto o setor externo como o fiscal por meio de desvalorizações da taxa de câmbio e do ajuste no nível das tarifas públicas resultou em remarcações sucessivas dos preços internos. Assim, a taxa de inflação se acelerou notavelmente e o processo de desmonetização da economia intensificou-se, incentivando, por sua vez, a continuidade da fuga de

capitais. Desta forma, enquanto os coeficientes de M1 e M2 diminuam, o serviço da dívida externa pressionava o déficit fiscal, dadas as dificuldades de obter superávit em outras contas do orçamento público. A relação entre o déficit fiscal e M1 passou de 100%, em 1980, para 400%, em 1983. Já a relação entre este déficit e M2, no mesmo período, aumentou de 26% para 112% (Tabela 2.8). A aceleração da inflação possibilitou o aumento do imposto inflacionário de 0,7% para 3,6% entre 1980 e 1982. Em seu último ano de gestão, no entanto, o governo militar decidiu, ante a possibilidade de um julgamento social com o advento da democracia, aumentar fortemente os salários do setor público. Isto provocou uma importante reaceleração da inflação. Devido à evasão tributária e ao efeito Olivera-Tanzi, a carga tributária caiu de 17,4%, em 1980, para 11,5%, em 1983. Conseqüentemente, a relação entre as despesas do setor público e a arrecadação tributária aumentou de 4% para 45%.

Tabela 2.8 - Hiato fiscal e agregados monetários 1980/1989 (%)

Ano	% Público de Dívida externa	Déficit fiscal/ M1	Déficit fiscal/ M2	Imposto inflacionário (% PIB)	Pagamentos externos/ Arrecadação tributária	Superávit primário (% PIB)	Carga tributária (% PIB)
1980	53,31	100,0	26,2	0,7	4,0	-3,0	17,4
1981	56,02	210,9	47,1	3,4	14,8	-4,3	14,9
1982	65,60	309,1	75,0	3,6	36,2	-3,2	12,7
1983	70,29	391,7	111,9	3,0	45,2	-5,7	11,5
1984	76,84	369,8	107,5	3,9	40,1	-4,6	12,2
1985	82,96	166,7	48,4	2,9	35,5	-0,4	16,9
1986	86,96	94,4	31,2	1,6	24,3	-0,7	17,3
1987	88,85	190,7	54,5	2,6	25,5	-2,7	16,1
1988	91,45	336,2	71,8	2,7	29,5	-4,1	13,9
1989	92,26	195,3	46,2	4,1	52,0	-0,8	15,0

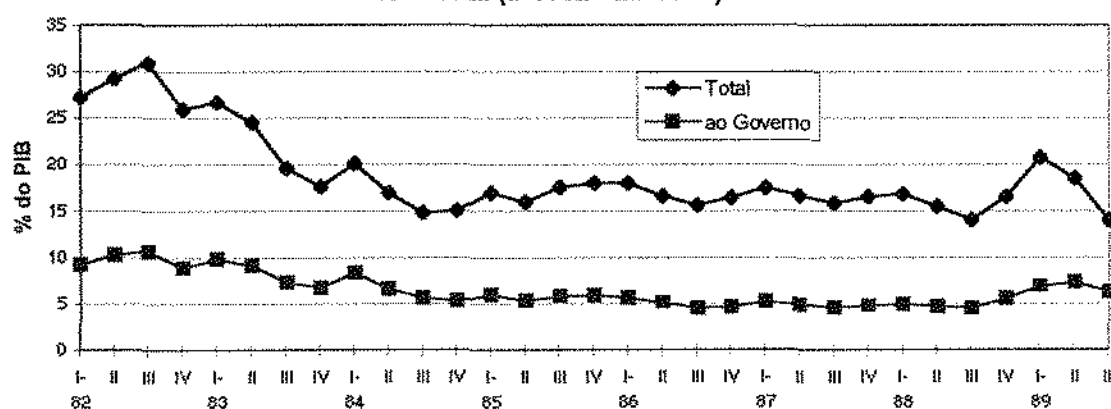
Fonte: Damill, Frenkel e Fanelli (1994).

Diante da impossibilidade de elevar a arrecadação tributária e do fechamento do mercado de capitais internacional para a América Latina, o setor público passou a se financiar no sistema financeiro doméstico, convertendo-se no principal demandante de recursos financeiros (Gráfico 2.6). Mas o processo de fuga de capitais e a recessão econômica implicaram uma forte queda na taxa de poupança nacional, que passou de quase 20%, em 1980, para 11,5%, em 1982, e se manteve abaixo de 10% do PIB durante o resto da década de 80 (Tabela 2.6.). O risco de uma possível desvalorização fez com que os agentes internos exigissem melhores condições para emprestar suas poupanças ao setor público. Estas demandas financeiras se manifestaram em maiores taxas de retorno e menores prazos de vencimento. Conseqüentemente, a própria percepção de que o Estado precisava de recursos financeiros converteu-se num ingrediente adicional de pressão sobre o endividamento público, concentrado no curto prazo, pois resultou num aumento progressivo das taxas de juros incidentes sobre a dívida, realimentando o déficit fiscal.

Além disso, a dinâmica da "transferência interna" apresenta uma situação paradoxal para o setor público. Por um lado, uma desvalorização da moeda doméstica, ao estimular as exportações e aumentar os preços das importações, possibilita um incremento do saldo comercial. Um maior superávit comercial com o exterior resulta num aumento das reservas internacionais. Desta maneira, é

possível reduzir a tensão sobre a paridade cambial, diminuindo a incerteza dos agentes. Isto implica também que cai o custo dos recursos captados pelos Estado junto ao sistema financeiro doméstico. Contudo, a contrapartida para o setor público de uma desvalorização da moeda interna é a elevação de suas obrigações com o exterior, já que, enquanto as receitas do Estado são em moeda nacional, o pagamento do serviço da dívida externa deve ser realizado em moeda estrangeira (dólares). Em suma, a magnitude do endividamento público externo torna o contexto macroeconômico interno extremamente instável devido à impossibilidade de o Estado obter os recursos necessários para honrar seus compromissos.

Gráfico 2.6. Crédito do Sistema Financeiro doméstico ao Governo Nacional (I/ 1982 - III/ 1985)



Fonte: Damill, Frenkel e Fanelli (1994).

Portanto, após a experiência de abertura da economia, o choque externo gerado pelo aumento das taxas de juros internacionais e pela queda dos termos de intercâmbio externo, e as medidas implementadas durante o "ajuste caótico", a economia argentina sofreu mudanças que podem ser consideradas "estruturais", as quais afetaram o seu funcionamento e imprimiram novas características aos dois desequilíbrios básicos da economia: o externo e o público. De acordo com Fanelli e Frenkel (1990), o desequilíbrio externo surgiu da incompatibilidade entre o estoque da dívida externa e a capacidade de pagamento do seu serviço pelo país. Nestas condições, o desequilíbrio externo se destaca por seu caráter financeiro, dado que persiste mesmo com a obtenção de superávits comerciais; e a estatização da dívida acaba deteriorando ainda mais a situação fiscal. Adicionalmente, os autores afirmam que, dadas a presença do regime de alta inflação e a fragilidade do setor financeiro, a dinâmica de curto prazo da economia exacerba-se, gerando um contexto macroeconômico de incerteza sistêmica, que cria uma trajetória explosiva dos desequilíbrios básicos. Vale dizer, os agentes começam a esperar no curtíssimo prazo algum desequilíbrio externo ou fiscal que leve à disparada da taxa de inflação e/ou a uma forte desvalorização da moeda doméstica. Finalmente, também por causa da necessidade de transferir recursos ao exterior, o nível de investimento interno diminuiu fortemente, enquanto os agentes procuravam manter a proporção consumida do produto²⁷.

²⁷ Para esta diminuição contribuiu fortemente a exigência de ajustar as contas públicas, dado que o controle da despesa em investimento real mostrou-se politicamente mais viável que a redução dos gastos com o funcionalismo e com bens e serviços.

Nesse contexto, a incerteza macroeconômica cresce e o nível de atividade se retrai. Em relação ao setor público, a arrecadação tributária é prejudicada pelo ambiente recessivo e inflacionário, que também incentiva a evasão fiscal. No mercado cambial, pressionado pela demanda fiscal, a cotação do dólar aumenta, intensificando o ritmo inflacionário e a desmonetização da economia. A opção por obter os recursos no sistema financeiro terminou gerando um hiato adicional, o financeiro, dada a magnitude da demanda do Estado por recursos em relação à oferta do setor privado. Assim, o governo acabou se autofinanciando por meio da emissão de dinheiro ou de dívida pública interna voluntária (colocação de bônus públicos) ou involuntária (elevação do nível de reservas bancárias). No primeiro caso, perde-se o controle da oferta monetária, e no segundo, a taxa de juros doméstica é pressionada, afetando negativamente os investimentos e aumentando o volume da dívida interna. De qualquer maneira, nenhuma destas alternativas é sustentável no longo prazo, já que elas implicam taxas de crescimento dos ativos financeiros incompatíveis com o nível de monetização da economia (Fanelli e Frenkel, 1990).

Finalmente, se o Estado recorre à emissão de moeda doméstica para adquirir as divisas necessárias ao pagamento da dívida externa, as suspeitas de uma eventual desvalorização aumentam. A ameaça de perdas patrimoniais, agora calculada pelos agentes em divisas, resultou num rápido processo de dolarização da economia, que significou a transferência das funções de reserva de valor e de unidade de conta - às vezes, até de meio de pagamento - para o dólar norte-americano. O processo envolve a manutenção das poupanças dos agentes em moeda externa e uma rejeição à moeda nacional. Como resultado, o Estado fica fortemente condicionado e limitado em sua capacidade de implementar políticas monetárias ou cambiais, enquanto sua capacidade fiscal já havia sido fortemente erodida na última parte do período de substituição de importações.

Portanto, o surgimento da dívida externa e sua estatização tiveram fortes impactos sobre os desequilíbrios externo e fiscal, que já eram recorrentes durante o processo de substituição de importações. A novidade nos anos 80 é que a magnitude desses desequilíbrios tornou impossível saná-los com os instrumentos de política econômica habituais. Ao contrário, as medidas de política econômica tornaram-se inconsistentes, pois se, por um lado, podem influir para o equilíbrio, por outro lado podem, simultaneamente, ampliá-lo. É o caso, por exemplo, de uma desvalorização, medida habitual para equilibrar a economia durante o modelo substitutivo. Nestas circunstâncias, os desequilíbrios se convertem em estruturais porque é necessário realizar um ajuste que já não é de fluxos, mas também de estoques. Assim, torna-se necessário estabilizar a economia para se obter um

A importância do menor investimento público foi maior no início dos 80, em relação a épocas anteriores, devido ao fato de a contribuição do setor público para o investimento total doméstico ter aumentado notoriamente na década anterior. Mas, dada a alta complementaridade entre o investimento público e o privado, este último também se reduziu. Similarmente, a histórica necessidade de bens importados para os processos produtivos internos também resultou em uma menor taxa de investimento doméstica, ante o surgimento de uma menor capacidade de adquirir estes bens do exterior -realimentada fortemente pelas intensas desvalorizações -- e o fechamento quase total que o governo militar implementou nos últimos anos de sua gestão, que resultou em severas restrições quantitativas às importações. Contudo, o setor privado também diminuiu autonomamente seus gastos produtivos, diante de um contexto que se tornou cronicamente incerto, fazendo com que as decisões de investimento, que requerem tempo para sua realização, se convertessem em medidas arriscadas.

equilíbrio entre o fluxo de receitas públicas e o fluxo de pagamentos gerado pela dívida externa. Não obstante, isto requeria a redução do endividamento público e/ou a reprogramação de seus pagamentos. Mas no curto prazo nenhuma destas opções era viável. Além disso, internamente, à medida que se intensificaram os desequilíbrios da economia, o governo foi perdendo sua capacidade de gestão. Por um lado, após a liberalização cambial e financeira, surgiu rapidamente o processo de dolarização da economia e de rejeição da moeda doméstica, particularmente porque os agentes perceberam que a emissão de moeda para adquirir divisas para o pagamento da dívida era praticamente a única opção que restava ao governo. Por outro, a tentativa do governo de financiar-se no mercado financeiro interno (dado que o financiamento externo não estava disponível) levou ao surgimento de um terceiro desequilíbrio nesse setor, dada a inconsistência entre a demanda de recursos pelo governo e a oferta voluntária. Desta maneira, o equilíbrio macroeconômico começa a requerer medidas profundas que modifiquem a estrutura e o funcionamento da economia argentina, sob o perigo de uma hiperinflação. Este foi, portanto, o contexto econômico no qual ocorreu o retorno do país a um governo democrático.

3. A POLÍTICA ECONÔMICA DURANTE A TRANSIÇÃO DEMOCRÁTICA (1983/89)

3.1. O erro de diagnóstico e o processo de aprendizagem

Vários autores²⁸ enfatizam que, no momento de retorno à democracia, nem o novo governo nem a sociedade em geral estavam conscientes da profunda gravidade em que se encontrava a economia doméstica. Esta posição foi influenciada pela rejeição generalizada à gestão militar que se encerrava. Canitrot descreve este fenômeno da seguinte maneira: *“este enfoque moral, al atribuir las dificultades económicas a la perversidad intrínseca del régimen autoritario, tuvo el efecto de negar la existencia objetiva de la crisis. Más aun, al exaltar en contraste las virtudes de la democracia (‘con la democracia se come, se educa y se cura’) se subordina la economía a la política al punto de negar a aquélla su sustancia propia”* (Canitrot, 1992). Em especial, isto ocorreu em relação à dívida externa, que foi “qualificada coletivamente como o resultado de um fraude”²⁹. Esta foi a concepção dominante durante a primeira gestão econômica do governo de Alfonsín, encabeçada por Grinspun. Nesse contexto, procurou-se conduzir a economia sem o reconhecimento formal da presença da dívida externa, a qual, como era considerada ilegítima, receberia um tratamento político (Canitrot, 1992).

Grinspun procurou estabilizar a economia através da utilização dos instrumentos econômicos mais clássicos na Argentina: austeridade fiscal e administrativa; negociação coletiva de preços e salários; e recuperação do poder aquisitivo para reativar a economia. Considerava-se viável eliminar a inflação por meio de uma política de renda gradualista, sem reduzir intensamente o desequilíbrio fiscal (Canitrot, 1992). Contudo, as dificuldades que o governo encontrou para se financiar, tanto interna como externamente, levaram a uma aceleração da inflação. Finalmente, em setembro de 1984, o governo precisou recorrer ao Fundo Monetário Internacional e assinar um acordo *stand-by*, que exigiu a desvalorização da moeda, o aumento das tarifas públicas e a adoção de uma política monetária mais restritiva. Mas, o resultado foi a aceleração da inflação, o que obrigou à troca de ministro. Sourrouille assumiu no início de 1985. De acordo com Canitrot (1992), a experiência de Grinspun evidenciou a importância política da estabilidade de preços e a necessidade de uma política antiinflacionária que fosse além de uma mera negociação de preços e salários. Também deixou claro a necessidade de um acordo com o governo dos EUA e os bancos credores em relação à dívida externa para o êxito de qualquer tentativa estabilizadora.

Após esta primeira experiência frustrada de condução econômica, tanto o governo como a sociedade argentina começam, progressivamente, a perceber a verdadeira natureza econômica e política

²⁸ Por exemplo, Machinea (1990), Canitrot (1992), Gerchunoff e Cetrángolo (1989).

da crise. Isto é o que Canitrot (1992) denominou o “processo de aprendizagem”, no qual todas as tentativas de estabilização e seus sucessivos fracassos acabariam conduzindo ao Plano de Conversibilidade³⁰. O Plano Austral foi o primeiro plano de estabilização no novo cenário econômico gerado pela crise da dívida externa. Gerchunoff e Cetrángolo (1990) sustentam que seu êxito dependia da condução de uma economia que apresentava cinco características essenciais: um período extenso de estagnação produtiva; um viés fortemente anti-comércio por causa da longa trajetória de desenvolvimento voltada para dentro e dominada por oligopólios; uma inflação alta e persistente; um setor público estruturalmente deficitário; e, finalmente, um nível de endividamento externo tão grande que se transformou num problema de falência estrutural, e não de liquidez transitória como foi considerado inicialmente, e que, como estava concentrado nas mãos do Estado, implicou a existência de um devedor soberano com suas contas desarticuladas.

A principal lição da experiência fracassada da gestão de Grinspun foi desacreditar qualquer tentativa gradual de estabilização. Por isso, o Plano Austral foi elaborado como um programa de choque. Embora ele tenha se iniciado formalmente em junho de 1985, a estrutura de preços relativos havia sido previamente modificada, com altos custo em termos inflacionários. As variáveis-chave do plano - basicamente, tarifas públicas e taxa de câmbio - foram reajustadas³¹, e em seguida todos os preços internos foram congelados por nove meses. Foi introduzida uma nova moeda, o “Austral”, para evitar que a queda abrupta da taxa de inflação resultasse numa forte transferência de renda (foi aplicada uma tabela de deságio para a conversão dos contratos da velha para a nova moeda). As demais medidas essenciais foram de ordem fiscal. Aceitou-se a existência de um déficit fiscal remanescente - de 2.% do PIB, incluído o déficit do Banco Central (Machinea, 1990) -, mas que só poderia ser financiado com recursos externos, previamente acordados com o FMI. Ou seja, o “equilíbrio fiscal” seria obtido a partir do

²⁹ Canitrot (1992).

³⁰ Canitrot (1992) também se refere, com o conceito de processo de aprendizagem, ao progressivo incremento do grau de aceitação da sociedade argentina à “presença de agentes externos no desenho da política econômica doméstica”. Este, afirma, era um tema mais político que econômico, porque na realidade as finanças públicas, fortemente endividadas em divisas externas, pouco podiam resistir a dita presença. Contudo, a permissividade para a aplicação de algumas decisões econômicas era uma questão de importância. Canitrot (1992) diz que o fracasso do governo argentino em obter uma solução política para o tema da dívida externa, e o êxito dos EEUU no tratamento “caso a caso”, ante a inevitável deterioração da situação econômica argentina, levou à assinatura do primeiro acordo *stand by* (“que no habria de cumplirse, pero que sirvió para abrir las negociaciones dentro del marco definido por los E.E.U.U.” [Canitrot, 1992]), e à percepção da indispensabilidade de chegar a um acordo com o FMI, para a viabilidade de qualquer plano estabilizador. Desde esse instante, os planos econômicos teriam um controle indireto do exterior. “El control se ejerce de tres maneras: en la definición del objetivo del préstamo, en los condicionamientos y metas que en éste se definen y en las inspecciones periódicas de verificación de su cumplimiento. El gobierno argentino tiene la opción de rehusar o postergar el uso del préstamo y de discutir las cláusulas contractuales, y en último caso la de no cumplirlas, pero más allá de ciertos límites, debe pagar los costos de cualquier resistencia por las reacciones negativas que ésta produce en los operadores financieros del propio país” (Canitrot, 1992). O fundamental disto é que o processo de aprendizagem ao qual o autor faz menção também se desenvolveu nos agentes “de fora” do país, não obstante endógenos e participantes no momento da escolha das políticas econômicas: “Debe entenderse, en consecuencia, que cuando se habla de proceso de aprendizaje, no se hace referencia exclusiva a los actores nacionales, llámense ellos gobierno, partidos, corporaciones y opinión pública. El proceso de aprendizaje (el pasaje de la política de ajuste devaluatorio a los planes de estabilización, y de éstos a los de reforma del Estado y liberalización) ha tenido lugar fundamental en Washington, y se ha manifestado en el cambio del marco referencial de los préstamos y, consecuentemente, de sus objetivos y condicionamientos” (Canitrot, 1992).

³¹ As tarifas públicas aumentaram 180% e a taxa de câmbio 161,5% enquanto a taxa de inflação só subiu 130% durante o segundo trimestre de 1985 (Machinea, 1990).

financiamento disponível dos organismos multilaterais. O Banco Central se comprometeu a não emitir moeda para cobrir o déficit fiscal (Machinea, 1990). Como foi prevista uma redução pequena dos gastos do governo, as contas públicas deveriam melhorar fundamentalmente devido à elevação das receitas. Esta seria obtida pela eliminação do efeito Olivera-Tanzi sobre a arrecadação tributária, pela implementação de um mecanismo de poupança forçada³², e por maiores impostos sobre as exportações. Os resultados do Plano foram tanto exitosos como frágeis. Num contexto de grande adesão social ao Plano, a taxa de inflação caiu abruptamente (de junho a julho, o INPC passou de 30,5% para 6,2%), o hiato entre a taxa de câmbio oficial e a paralela diminuiu, e foi registrado um rápido processo de remonetização. O nível de atividade interna, estimulado pelo consumo privado, reverteu seu caminho recessivo, com um aumento do produto doméstico de mais de 7% em 1986. Por outro lado, a queda no imposto inflacionário foi compensada pelo aumento da senhoriação e pelo desaparecimento dos impactos negativos do efeito Olivera-Tanzi. O déficit público diminuiu de 8,3% para 2,5% do PIB entre o primeiro e segundo semestre de 1985.

Tabela 3.1 - PIB, taxas de inflação e agregados monetários 1984/1989 (%)

	PIB	INPC	IPA	M1/PIB	M2/PIB	Déf. fiscal/M1	Déf. fiscal/M2	Imp. inflac.
1984	1,8	686,8	624,6	2,5	8,6	369,8	107,5	3,9
1985	-6,6	385,4	363,9	2,7	9,3	166,7	48,4	2,9
1986	7,3	81,9	57,8	3,7	11,2	94,4	31,2	1,6
1987	2,6	174,8	181,7	3,2	11,2	190,7	54,5	2,6
1988	-1,9	387,7	431,6	2,2	10,3	336,2	71,8	2,7
1989	-6,2	4923,3	5386,4	2,2	9,3	- 195,3	46,2	4,1

Fonte: Danielli, Fanelli e Frenkel (1994).

No entanto, estes efeitos positivos sobre a arrecadação rapidamente desapareceram quando o ritmo inflacionário voltou a se intensificar. A reforma tributária, única medida de longo prazo em relação ao orçamento público apresentada pela equipe econômica (Machinea, 1990), cujo objetivo era elevar a arrecadação dos impostos diretos, não foi aprovada no Congresso. Com isso, o governo precisou aumentar a participação dos impostos indiretos. Todavia, estas iniciativas pressionavam o nível de preços e, assim, implicavam redução dos coeficientes de monetização e das receitas fiscais devido ao efeito Olivera-Tanzi. Desta maneira, as receitas tributárias, que tiveram uma melhora significativa em 1985, manifestaram uma ligeira diminuição já no ano seguinte e uma importante queda a partir de 1987, com o recrudescimento do ritmo inflacionário. A forte queda nos termos do intercâmbio internacionais verificada em 1987 (Tabela 3.2), ao lado de uma enchente que destruiu grande parte da safra rural, motivou a redução dos impostos sobre as exportações, diante da necessidade de compensar esses setores. O aumento dessas receitas tributárias constituía um elemento central no desenho das contas públicas a partir do Plano Austral.

³² Proibiu-se o saque de depósitos bancários durante um período. Machinea (1990), afirma, no entanto, que o mecanismo equivalia a um tributo, porque a taxa de juros real recebida seria negativa.

Tabela 3.2. Balanço de pagamentos 1984/1989 (milhões de dólares)

	Conta-Corrente			Conta de Capital	Variação líquida de Reservas Internac.
	Balança Comercial	Balança de Serviço	Saldo		
1984	3523	-5917	-2391	2579	74
1985	4582	-5535	-953	3047	2017
1986	2128	-4989	-2859	1959	-563
1987	541	-4770	-4238	3184	-1106
1988	3813	-5382	-1572	3471	1784
1989	5292	-6674	-1292	-295	-1701

Fonte: CEPAL.

Além disso, com a recuperação econômica, o nível das importações aumentou, transformando o saldo positivo de US\$ 4,5 bilhões em 1985, em um superávit de apenas US\$ 2,1 bilhões no ano seguinte. Mas, em 1987 ocorreu uma queda abrupta, obtendo-se um saldo positivo de US\$ 540 milhões. Devido aos juros financeiros incidentes sobre a dívida externa, o saldo da conta de serviços teve nesse anos um resultado negativo próximo de US\$ 5 bilhões. Assim, o déficit em conta-corrente começou a crescer. Durante 1985, o saldo negativo foi inferior a um US\$ 1 bilhão, em 1986 saltou para mais de US\$ 2,8 bilhões e em 1987 passou para US\$ 4,2 bilhões. O saldo da conta de capital diminuiu expressivamente em 1986, e o país começou a perder reservas internacionais. Finalmente, em 1988 o governo declarou a moratória unilateral no pagamento do serviço da dívida externa. Outro recurso utilizado pela equipe econômica para melhorar as contas públicas foi o esquema de poupança forçada. Mas ele foi utilizado apenas em 1986, não sendo nem renovado nem substituído por outro recurso. O déficit público passou de menos de 5% para quase 8% do PIB de 1986 a 1987 (Tabela 3.3). O comportamento negativo das receitas fiscais totais explica em grande medida o saldo das contas públicas, dado que os níveis totais de despesas fiscais só puderam ser reduzidos ligeiramente.

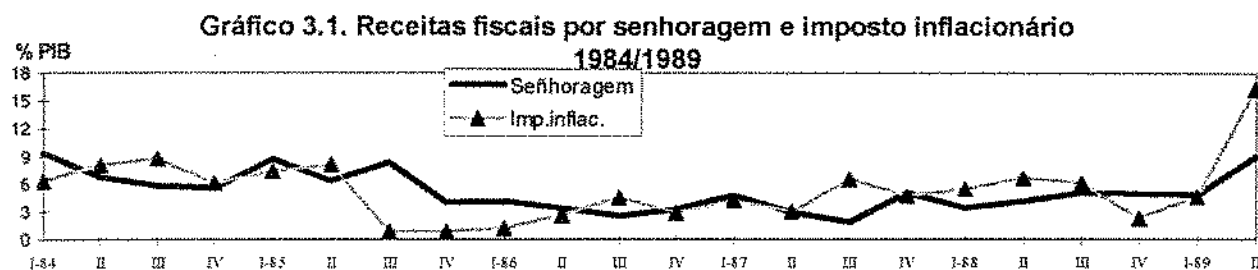
Tabela 3.3 - Receitas, despesas e necessidade de financiamento do Governo Nacional 1983/1988 (% PIB)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988
TOTAL RECEITAS	34,59	33,46	41,52	39,36	36,62	35,74
Receitas Correntes	34,11	33,03	40,53	38,24	35,98	34,39
Tributárias	18,40	18,19	22,05	22,34	21,14	19,18
Não-Tributárias	15,71	14,84	18,48	15,90	14,84	15,21
Receitas de Capital	0,23	0,24	0,25	0,21	0,20	0,51
Financ. Emergência Econômica	0,00	0,00	0,66	0,58	0,11	0,75
Outras Receitas	0,25	0,19	0,08	0,33	0,33	0,09
TOTAL DESPESAS	49,74	45,38	47,33	44,09	44,51	43,85
Despesas Correntes	40,06	37,56	40,47	36,61	36,11	36,43
Despesas de Capital	9,68	7,82	7,06	7,48	8,41	8,42
NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO	15,15	11,92	6,01	4,73	7,89	8,11

Fuente: Carciofi (1990).

Portanto, a duração do programa de estabilização foi curta. Não fica claro quando o Plano Austral chegou ao fim. Pode ter sido já em abril de 1986, quando, diante de uma taxa de inflação baixa mas persistente, as tarifas públicas reais e a taxa de câmbio real haviam ficado novamente atrasadas e o

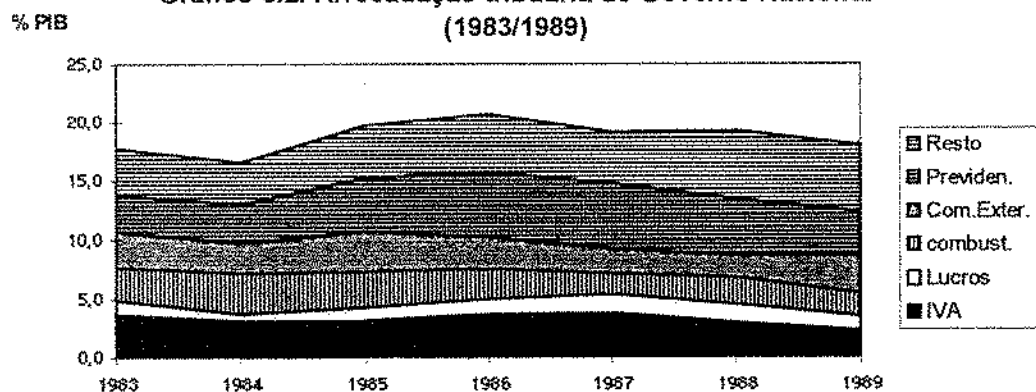
congelamento de preços foi substituído por ajustes periódicos destas variáveis, enquanto se permitia a livre negociação de salários entre empresas e sindicatos (Machinea, 1990). De toda forma, com estas mudanças, a inflação se acelerou e o plano fracassou, o que obrigou as autoridades a aumentar o valor da taxa de câmbio e das tarifas públicas, até que, finalmente, em agosto de 1986 anunciaram uma política de ajuste a taxas declinantes.



Fonte: Machinea (1990).

Assim, no final de 1986, os problemas fiscais eram claros. Enquanto a única medida de reforma de longo prazo - a reforma tributária - não prosperou, as despesas públicas sofreram pressões de distintos setores. As receitas fiscais provenientes da senhoria e do imposto inflacionário caíram fortemente a partir do segundo semestre de 1985 (Gráfico 3.1); por outro lado, como mostra o Gráfico 3.2, todos os tributos diminuíram a partir de 1987 - sobretudo os de comércio exterior, em função da queda dos termos de troca. Houve um importante aumento do déficit quase-fiscal associado ao crescimento dos redescontos concedidos pelo Banco Central, grande parte com baixas perspectivas de serem recuperados. Dois novos congelamentos, em 1987, reaceleraram a inflação. Com o agravamento simultâneo dos setores fiscal e externo, a equipe econômica perdeu, definitivamente, a capacidade de administrar a conjuntura doméstica. Com isso, em lugar da estabilização da economia, evitar a explosão da hiperinflação, até a transferência do poder político em maio de 1989, passou a ser o objetivo principal das autoridades.

Gráfico 3.2. Arrecadação tributária de Governo Nacional
(1983/1989)



Fonte: Machinea (1990).

3.2. O fracasso do Plano Austral: final com hiperinflação

Em 1987, vários fatos políticos complicaram seriamente o contexto econômico. Na Semana Santa, um grupo militar realizou um levante que, apesar de sustentado por demandas políticas e jurídicas, pressionou por melhoras salariais para as Forças Armadas. Às concessões fiscais se agregaram duas Leis (de Obediência Devida e de Ponto Final)³³ que foram rejeitadas pela sociedade civil por serem interpretadas como um retrocesso aos julgamentos militares de 1984. Conseqüentemente, outros grupos de pressão sentiram-se liberados para intensificar suas reivindicações, e a falta de credibilidade governamental impossibilitou a adoção de um novo plano de estabilização quando estavam claras as dificuldades do Austral. A situação agravou-se com o aumento das pressões sindicais - que incluiu a nomeação de um dirigente sindical (Alderete) como ministro do Trabalho³⁴ - e um claro fracasso eleitoral do governo nas eleições legislativas em setembro, que deixou a maior parte das províncias nas mãos do partido opositor. No plano econômico, a derrota eleitoral tornou muito difícil limitar a transferência de recursos às províncias e impossível sancionar novas leis tributárias³⁵. Finalmente, com o aumento da inflação, a retração da demanda por moeda e o encurtamento dos prazos das colocações bancárias, o Banco Central precisou absorver a expansão monetária gerada pelo déficit fiscal, recorrendo cada vez mais a encaixes e depósitos compulsórios remunerados. Diante desta situação, *"a la larga se llegaba a un punto imposible: como el gobierno era el único tomador de fondos, todo intento de contener el flujo de capital al exterior elevando la tasa de interés, no hacía sino expandir el déficit fiscal y la deuda pública, y de ese modo terminaba alentándolo"* (Canitrot, 1992).

Neste contexto de fragilidade, o governo lançou em agosto de 1988 o Plano Primavera: *"un programa de estabilización concebido con el modesto propósito de evitar el estallido hiperinflacionario antes de la elección presidencial en mayo de 1989"* (Canitrot, 1992). Seus componentes refletem a debilidade governamental: sem poder ajustar as tarifas públicas em função dos seus efeitos inflacionários e sem poder tributar, o governo, em busca de apoio ao plano, efetuou um acordo de preços com as empresas líderes, o qual redundou na diminuição do imposto sobre valor agregado de 18% para 15%, implicando uma perda total de recursos de 0,5% do PIB (Machinea, 1990). Contudo, o setor empresarial conseguiu fazer certo "colchão" preventivo sobre seus preços, que inclusive possibilitou a concessão de salários maiores. Os recursos fiscais adicionais deveriam provir de um novo desdobramento do regime cambial, no qual as exportações seriam liquidadas a uma taxa de câmbio comercial fixada pelo Banco

³³ O objetivo destas leis era concluir os julgamentos do setor militar por causa dos crimes cometidos no período 1976/ 83. A Lei de Obediência Devida limitava a possibilidade de ser julgado a quem tivesse responsabilidade de mando, excluindo quem cumprira ordens, e a Lei de Ponto Final fixava uma data-limite para a apresentação de denúncias contra militares.

³⁴ *"The opposition of the Peronist Party and of the General Confederation of Labor was total from the very beginning. The Government had to face the first strike in August 1985. In the next three years the government faced twelve additional general strikes. This opposition is not a minor issue when comparing the Argentine and Israel programs"* (Machinea, 1990).

³⁵ *"Apegado al radicalismo aún a su idea de la subordinación de lo económico a lo político, no se adentró en la percepción de la realidad del quiebre económico del Estado y del carácter eminentemente político de las decisiones a que tal percepción obligaba. Siguió actuando como si el conflicto entre la exigencia de equilibrio fiscal, por un lado, y los requerimientos mínimos de funcionamiento eficiente del aparato estatal, fuera un problema técnico confinado a la atención de la Secretaría de Hacienda. Sólo a fines de 1987, después de la derrota electoral, comenzó a percibirse la naturaleza estructural del problema y la necesidad de plantear un programa enérgico de reforma del Estado. Pero entonces ya era tarde"* (Canitrot,

Central³⁶, enquanto as operações financeiras e as importações seriam realizadas num mercado livre com paridade flutuante, que o governo manteve em torno de 25% acima do valor do dólar comercial. A diferença de preço entre a taxa de câmbio nos dois mercados seria um tributo arrecadado pelo Banco Central ao comprar dólares no mercado oficial e em seguida vendê-los no mercado livre³⁷. Ademais, em abril de 1988 o governo declarou-se em moratória em relação ao serviço da dívida externa, o que implicou o afastamento do FMI. O Plano, em consequência, só contou com os recursos do Banco Mundial para restabelecer um certo nível de reservas.

Diante de tantas fragilidades, a grande incerteza era a sobrevivência do regime cambial até as eleições de maio de 1989. Mas, o próprio contexto eleitoral constituía o principal fator de instabilidade do regime cambial. Os três principais candidatos à presidência (inclusive Eduardo Angeloz, do partido oficial) clamavam pela liberalização da taxa de câmbio. O candidato da principal força opositora, Carlos Menem do Partido Justicialista, que liderava amplamente as pesquisas, declarava no entanto que implementaria uma interrupção nos pagamentos externos por um prazo de 3 a 5 anos, uma diminuição na tributação de 50% e um “salariazo” (aumento de 100% nos salários), entre outras medidas de caráter populista e nacionalista, ao estilo tradicional do peronismo. Desta maneira, a instabilidade cambial e, portanto, fiscal, se conjugava com a incerteza política, levando o contexto geral a um ponto limite tal que, nas palavras de Canitrot (1992), *“visto en retrospectiva, la única chance del Plan Primavera de alcanzar su meta residía en la remota posibilidad de una reversión de las encuestas preelectorales a favor del candidato radical. De otro modo, con un candidato opositor previsiblemente triunfante anunciando una plataforma populista y nacionalista, era inevitable una abrupta salida de fondos hacia el dólar”*³⁸.

Até o início de 1989, o contexto se manteve calmo. A inflação havia caído e as reservas aumentaram. Porém, sem reduções no déficit público, o equilíbrio era frágil, enquanto os juros aumentavam à medida que crescia a dívida doméstica, realimentando a incerteza sobre o futuro da situação fiscal. A precariedade agravou-se quando, no final de janeiro, o Banco Mundial retirou seu apoio

1992).

³⁶ O governo havia descartado a idéia de instituir impostos sobre as exportações, por considerá-las politicamente inviáveis, mas de fato o sistema cambial implicou uma tributação implícita ao setor agro-exportador. Por isso, ao menos inicialmente, o setor rural limitou seu questionamento aberto ao programa econômico à promessa do governo de unificar o mercado cambial proximamente.

³⁷ Embora o mercado cambial já estivesse desdobrado, sua dinâmica com o Plano Primavera variou. Machinea (1990) descreve o novo funcionamento cambial da seguinte maneira: *“La diferencia consistió en que con el Plan Primavera todas las importaciones y los pagos de intereses privados serían realizados a través del mercado libre. Por lo tanto, no había demanda por divisas externas en el mercado oficial, con la excepción del pago de intereses externos del Tesoro. La oferta en el mercado oficial provenía de la liquidación de las exportaciones agrícolas y del 50% de las exportaciones industriales. El 50% restante sería liquidado en el mercado libre, y esta era la única fuente importante de oferta en este mercado debido a operaciones comerciales. Era claro que el nuevo régimen cambiario produciría un desequilibrio ex - ante en el mercado libre equivalente a los pagos de importaciones más los intereses externos del sector privado, menos el 50% de las exportaciones industriales. El exceso en el mercado oficial sería equivalente a lo proveniente de las exportaciones agropecuarias y el 50% de las industriales. El Banco Central vendería en el mercado libre las divisas adquiridas en el mercado oficial, en un monto equivalente al desequilibrio ex - ante”*.

³⁸ Deve-se lembrar que Canitrot já havia manifestado previamente que o Plano Primavera tinha sido “concebido com o modesto propósito de evitar a explosão hiperinflacionária”.

ao Plano³⁹. Com isso, muitos agentes começaram a se desfazer de seus austrais e comprar dólares. Diante da forte queda em suas reservas, o Banco Central decidiu retirar-se do mercado no dia 6 de fevereiro de 1989. A partir dessa data, o dólar livre iniciou um caminho ascendente, alimentado por um contexto político incerto. Damill e Frenkel (1990) descrevem a evolução dos acontecimentos da seguinte maneira: *“en un clima de fuerte incertidumbre se inició, en marzo, un masivo retiro de depósitos en dólares del sistema bancario. Los exportadores retaceaban liquidaciones de divisas, alentados incluso a hacerlo por las promesas de unificación cambiaria que aparecían en el discurso de los tres principales candidatos a la presidencia. Diversas acciones de política monetaria orientadas a contener la escalada cambiaria resultaron estériles.... La posición de reservas del Banco Central siguió deteriorándose, realimentando la burbuja por su efectos sobre las expectativas”*. Entre março e abril, a bolha cambial transbordou e explodiu o episódio hiperinflacionário⁴⁰.

Fanelli e Frenkel (1990) afirmam que, nessas circunstâncias, a trajetória explosiva estava dada; cada agente sabia que o preço do dólar iria disparar antes das eleições, contudo *“el momento preciso era desconocido. Especular, en este contexto, quería decir conjeturar el momento en que el gobierno debería devaluar, para ‘salir’ de activos domésticos un instante antes. Así, cada agente debía conjeturar sobre la actitud del Banco Central. Pero, dado el nivel de reservas y la restricción de liquidez del Banco Central sus posibilidades dependían casi exclusivamente de las tendencias del mercado. Sabiendo esto, cada agente debía conjeturar también la conducta de los otros agentes”*. Os autores afirmam que “este tipo de situação tem equilíbrios instáveis de profecias autocumpridas”. Quando, no dia 6 de fevereiro, as autoridades retomaram o controle da taxa de câmbio no mercado comercial e anunciaram a flutuação no mercado financeiro (a taxa de câmbio regulada para operações comerciais de importação foi denominada de “especial”), eram poucos os agentes que tinham adivinhado o momento em que o governo se retiraria do mercado. Essa mudança na política cambial foi precedida por uma corrida para as compras “cuja magnitud e persistencia foi diagnosticada como sinal da iminência de uma corrida generalizada”⁴¹.

A corrida de fato se generalizou, resultando no cumprimento da profecia. As elevações na cotação do dólar acabaram afetando a formação e o sistema de preços internos, dando lugar ao início do processo hiperinflacionário. O índice de preços ao consumidor, que havia ficado em torno de 7% ao mês durante o último trimestre de 1988, aumentou para quase 10%, em fevereiro de 1989, atingindo 17% em março, 33,4% em abril, 78,4% em maio e 114,5% em junho. Finalmente, em julho foi antecipada a transferência do poder político, iniciando-se um novo processo político-econômico.

³⁹ Damill e Frenkel (1990) assinalam que esta decisão do Banco Mundial foi influenciada pela chegada de Bush ao governo dos Estados Unidos.

⁴⁰ *“El episodio hiperinflacionario nio como detonante la formación de una burbuja en el mercado libre y una corrida en el mercado controlado. La corrida acabó con las posibilidades de estabilizar los tipos de cambios comerciales. En poco tiempo la burbuja arrastró los precios, poniendo en marcha un proceso hiperinflacionario cuyo comienzo puede ubicarse en abril”* (Fanelli e Frenkel, 1990)

3.3. As causas do fracasso do Plano Austral

Segundo Gerchunoff e Cetrángolo (1989), durante a experiência de transição democrática, a estabilidade não foi uma regra de jogo compartilhada: tanto dentro do governo como na oposição, a questão econômica tornou-se uma parte integrante da concorrência interpartidária. Isto significa que o setor político não havia percebido que a economia encontrava-se sujeita a restrições maiores e mais severas que no passado. Como consequência, a estabilidade demorou a ser valorizada como bem coletivo, e existia pouca disposição para se arcar, conjuntamente, com os custos da luta antiinflacionária. A questão central, então, passa a ser: em que medida o pouco valor que a sociedade atribuía à estabilização gerou e/ou contribuiu para o retorno do ritmo inflacionário, após a estabilização inicial lograda pelo Plano Austral, e também para a hiperinflação. Nesse aspecto, vale mencionar que tanto estes autores como Machinea (1990), Canitrot (1992) e Heymann (1990), sustentam que depois que o Plano Austral conteve a inflação, surgiu uma sensação generalizada de que a mesma havia sido erradicada de forma definitiva. Nesse sentido, Canitrot afirma que a introdução do Austral como nova moeda deveu-se, expressamente, a motivos econômicos: evitar que a abrupta queda da taxa de inflação gerasse fortes redistribuições de renda, dada a preexistência de contratos indexados. Seu propósito consistia em facilitar a aplicação de uma regra de deságio desses contratos.

Contudo, *“esta solución técnica tuvo consecuencias políticas inesperadas: la emergencia del austral, como nueva moneda de la nueva democracia, dio al programa de estabilización un valor político no proyectado inicialmente. El Plan Austral ganó así una proyección política, democracia más estabilidad, para la cual no había sido preparado. El Plan Austral, al garantizar la estabilidad de precios e ingresos relativos, proyectó al terreno de las relaciones económicas el credo de la democracia: la estabilidad coronaba la estructura de los derechos constitucionales del ciudadano. No debe extrañar entonces que, tanto en el seno del gobierno como en el conjunto de las clases medias, se pensara que ‘lo esencial ya estaba hecho’, y que el crecimiento y la justicia social vendrían naturalmente con el tiempo si se preservaba el liderazgo político del presidente, y se confiaba en la calidad técnica del equipo económico”* (Canitrot, 1992).

Tomada a estabilização como permanente, os setores internos retornaram a seus padrões normais de comportamento. “Normalidade”, nesse caso, significa o retorno às pressões sobre o orçamento público. Em outras palavras, após a estabilização ter sido atingida, ressurgiram as demandas e as pressões sobre as contas públicas. Este momento foi explicado claramente por Machinea (1990): *“la aceleración de la inflación y el peligro de la hiperinflación resultaron en un cambio de actitud por parte del gobierno y de la sociedad en general, tornando la estabilización como el ítem principal dentro de la agenda gubernamental. Sin embargo, en cuanto el peligro de la hiperinflación desapareció, mucha gente dentro y fuera del gobierno comenzó a pensar que la inflación era un problema del pasado, y comenzó a*

⁴¹ Fanelli e Frenkel (1990).

demandar una rápida reactivación y un incremento en los salarios reales"⁴². Contudo, após a estabilização, a economia argentina continuava apresentando os desequilíbrios básicos sinalizados por Frenkel e Fanelli (1990) no setor fiscal e no setor externo, permanecendo intactos o regime de alta inflação e a fragilidade financeira, que contribuíam para a dinâmica inflacionária no curto prazo, sendo que as características básicas da economia argentina que tinham prevalecido desde a pós-guerra não haviam sido alteradas.

Portanto, a eliminação dos desequilíbrios era extremamente precária. Não obstante, esta circunstância não consistia em um desvio dos objetivos do programa antiinflacionário. Pelo contrário, de acordo com Heymann (1990), o Austral foi elaborado como um programa em duas etapas: a primeira visava reduzir rapidamente a inflação a um baixo custo; a segunda tinha como objetivo uma estabilização mais permanente. Heymann explica que a equipe econômica considerava essa sequência como a mais adequada devido à longa história inflacionária da Argentina, com agentes plenamente adaptados à mesma. Portanto, descartou-se uma tentativa gradualista, optando-se por um choque estabilizador baseado na ancoragem em um conjunto de variáveis-chave. O próprio Heymann faz referência ao *trade-off* que a opção da ancoragem múltipla traz consigo: no momento em que se congelam os preços, os valores nominais das variáveis âncoras, para que possam ser consideradas estáveis, devem ser relativamente altos. Do contrário, o congelamento pode gerar uma estrutura de preços relativos em desequilíbrio, insustentável ao longo do tempo, que pode dar lugar a uma considerável inflação residual. Este seria o caso do Plano Austral. Isto é, o programa logrou reduzir quase instantaneamente a taxa de inflação, mas rapidamente surgiu uma importante inflação remanescente. Nesse instante, era necessário iniciar a segunda etapa do Plano Austral. Mas, esta não estava claramente definida⁴³.

Durante o período de congelamento, portanto, acumulou-se uma inflação residual que debilitou o Plano, não tanto pela sua magnitude, mas, como sustentam Gerchunoff e Cetrángolo (1990), porque a mesma não podia ser eliminada facilmente por um programa choque com as características do Plano Austral. Segundo os autores, mesmo com a melhora substancial das contas fiscais e a eliminação do componente inercial da inflação nos segmentos mais formais da economia, subsistem, numa economia fechada e com um amplo setor de serviços, pressões que conspiram contra a estabilidade ainda que não haja um excesso de demanda agregada. *"El mecanismo es el siguiente: por un lado, a bajas tasas de inflación se hacen visibles los shocks estacionales - tanto de oferta como de demanda - que afectan a la amplia gama de bienes no comerciables que se transan en mercados competitivos (en particular alimentos frescos); por otro lado, muchos oferentes de servicios privados se niegan a aceptar el corte en las indexaciones que propone el programa de estabilización y comienzan a recuperar - con tipo de*

⁴² "Pensamos que era imposible tratar de pelear contra casi todos, pero fue un gran error. Era tiempo de ajustar la demanda agregada de una forma u otra, y no pusimos suficiente énfasis en esto" (Machinea, 1990).

⁴³ "Hubo, probablemente, una subestimación del esfuerzo que se requeriría luego de lograr la primera fase y, también, una sobreestimación sobre la capacidad de las políticas de corto plazo para manejar la economía. Así, el momento generado por el programa no fue utilizado para consolidar la desinflación...en retrospectiva, parece claro que las presiones inflacionarias remanentes fueron demasiado fuertes como para manejarlas con una política de muddling through" (Heymann, 1990).

*cambio y tarifas públicas invariables - lo que habían perdido en el periodo de aceleración inflacionaria*⁴⁴.

Os aumentos nos preços dos alimentos *in natura* são considerados um elemento essencial na explicação da inflação residual. Durante o congelamento de nove meses, a evolução do índice de preços ao consumidor foi superior à do índice de preços por atacado. Segundo Canitrot (1992), a diferença entre os índices não se deveu ao maior controle dos preços no atacado (IPA) do que dos preços ao consumidor (INPC). O autor ressalta que os programas de estabilização têm uma etapa inicial de demanda expansiva, que se manifesta como aumento de preços nos serviços e bens perecíveis, para os quais não há possibilidades de se acumularem estoques, e como aumento de quantidade nos bens industriais, para os quais esta possibilidade existe. Assim, o INPC aumenta num ritmo maior que o IPA. Segundo Machinea (1990), no momento em que se implementou o congelamento, enquanto a taxa de câmbio e as tarifas públicas reais foram colocados em seus níveis mais altos dos últimos vinte anos, o preço dos produtos agrícolas foi substancialmente menor em relação a seu níveis históricos.

Para Machinea, o baixo nível relativo dos preços agrícolas é explicado por dois fatores. Por um lado, devido aos impostos sobre as exportações, a taxa de câmbio efetiva era 25,5% inferior ao nível nominal e o preço internacional dos produtos agrícolas era o mais baixo do período 1980-85. Por outro lado, os preços de frutas, vegetais e carne eram muito baixos por razões sazonais e também em função do nível reduzido dos salários reais e da demanda agregada nos meses anteriores ao Plano Austral. Por isto, durante o congelamento, os preços destes produtos aumentaram substancialmente. De acordo com Machinea (1990), de agosto de 1985 a janeiro de 1986, o aumento nos preços de frutas, carnes e vegetais foram responsáveis por 55% do aumento do INPC.

Em suma, a estrutura de preços relativos vigente depois do choque inicial começou rapidamente a se deteriorar durante o congelamento. Surgiu uma taxa de inflação residual que em grande medida foi ocasionada pela possibilidade que os agentes produtores de alguns bens e serviços tiveram de elevar seus Preços. Segundo Machinea (1990), é provável que o nível dos preços de alguns produtos agropecuários no momento do congelamento tenha sido um nível de desequilíbrio, e a expansão de demanda agregada após a estabilização foi fundamental. O aumento destes preços provocou reivindicações salariais. Como resultado, no setor industrial, cujos preços não haviam aumentado, ressurgiram os mecanismos de indexação dos salários nominais ao INPC, típicos do regime de alta inflação. Inicialmente, o aumento de salários industriais pôde ser compensado por um aumento de produtividade, mas durante o primeiro semestre de 1986 surgiu uma inflação *cost push* no setor. *"Más aún, la indexación de los salarios en el sector industrial se salpicó sobre aquellos sectores en los cuales no había habido importantes cambios de*

⁴⁴ "Así, neutralizada la inflación motivada por desequilibrios fiscales y monetarios y eliminada la inflación inercial en la economía formal, apareció en la economía argentina una combinación de 'inercia de los informales' e inflación estructural" (Gerchunoff e Cetrángolo, 1989)

*productividad, es decir, en los sectores de servicios, públicos y privados*⁴⁵. A taxa de inflação residual durante o congelamento de preços foi suficientemente alta para fazer desaparecer o “overkill” inicial deixado pela taxa de câmbio e pelas tarifas públicas. Finalmente, em abril de 1986, a equipe econômica decide abandonar o congelamento, porque o nível de preços relativos não fechava o hiato fiscal.

Desta maneira, logo surge o problema da fragilidade do equilíbrio fiscal. A precariedade do mesmo encontrava-se tanto na maneira como as receitas haviam sido elevadas quanto na forma como a despesa pública fora reduzida. As medidas do Plano Austral para aumentar as receitas fiscais eram, basicamente, de caráter temporário. Na realidade, grande parte do aumento esperado nos recursos correspondia aos ganhos pela eliminação das perdas provocadas pelo efeito Olivera-Tanzi e pelo processo de remonetização. Assim, com a aceleração do ritmo inflacionário, o nível das tarifas públicas ficou defasado e as receitas associadas a essa rubrica desapareceram. Por outro lado, o esquema de poupança forçada acabou e não foi nem renovado nem substituído por outro recurso. Além do mais, devido à queda nos termos do intercâmbio internacionais, o governo precisou compensar os exportadores com uma redução dos tributos⁴⁶. Desta maneira, a melhora inicial nas receitas tributárias do Plano Austral foi temporária, sem chegar a ocorrer uma reestruturação de fato. A reforma tributária que o governo levou ao Congresso Nacional demorou a ser aprovada, sofreu modificações e também não teve a repercussão esperada sobre a arrecadação de tributos diretos.

A despesa pública foi cortada pela “linha de menor resistência”. As principais despesas que diminuíram foram as associadas às aposentadorias, aos salários públicos e aos investimentos, ou aquelas que não são realizadas através de contratos com o setor privado e, assim, podem ser suspensas facilmente. *“En cambio, permanecieron constantes o siguieron aumentando los subsidios impositivos, tarifarios y presupuestarios a las empresas privadas, las grandes obras públicas y los precios relativos que recibían los proveedores del Estado. Protegidos por una legislación difícil de remover y por su capacidad para cubrirse de la incertidumbre a través de la fijación de altos márgenes sobre sus costos, los beneficiarios de estos gastos inflexibles sufrieron sólo marginalmente la crisis del Estado”* (Gerchunoff e Cetrángolo, 1990). Estas características da melhora fiscal são de grande importância para explicar o agravamento posterior das contas públicas. Não só pela forma transitória da recuperação nas receitas, mas também porque, depois da estabilização lograda pelo Plano Austral, a demanda por uma

⁴⁵ Machinea (1990)

⁴⁶ Sobre a questão das receitas públicas, deve-se assinalar a incapacidade do Estado para alterar a estrutura tributária de acordo com sua necessidade de recursos. A dificuldade para ampliar a carga tributária se deveu à erosão da base tributária dos impostos mais importantes, em especial no caso dos tributos diretos, dado que o processo de fuga de capitais desnacionalizou a riqueza. Contudo, também não se pôde compensar esta perda aumentando a carga tributária sobre os impostos indiretos devido à existência de legislação - de promoção industrial, regional e setorial - que concedia benefícios em forma de isenções e dispensa de impostos. Por outro lado, a tributação do comércio exterior se encontrava limitada tanto pela necessidade de compensar os setores exportadores por uma evolução negativa nos termos de intercâmbio, como pela necessidade de estimular estes mesmos setores a obterem um superávit comercial externo para fazer frente à necessidade de divisas externas. Além do mais, a utilização intensiva dos impostos sobre combustíveis intensifica o ritmo inflacionário prejudicando a arrecadação pelo efeito Olivera-Tanzi. Finalmente, a sensação dos agentes de um Estado fraco e ineficiente animava a prática de evasão tributária.

reativação econômica levou a um aumento dos itens da despesa pública que haviam sido reduzidos, especialmente os gastos com salários e aposentadorias.

A equipe econômica não tinha pleno controle de todos os componentes do setor público. Com o fim da prioridade dada à luta contra a inflação, com a maioria das províncias em mãos da oposição, com um controle apenas parcial do poder legislativo, com uma administração pública sem hierarquia e na qual predominava a indiferença, e sem o apoio unânime dos dirigentes oficialistas, a gestão diária do Plano Austral ficou nas mãos de uma elite tecnocrática apoiada ocasionalmente pelo presidente, mas restrita, no exercício de sua influência, a alguns segmentos do poder central (Gerchunoff e Cetrángolo, 1989). Assim, a distribuição e a localização do ajuste econômico foi arbitrária e desigual dentro do próprio setor público. O reflexo mais nítido disso foi que nem as províncias (despesas de cerca de 11% do PIB) nem as empresas estatais (despesas de cerca de 12% do PIB) acompanharam o esforço de corte dos gastos. As províncias demandaram permanentemente maiores transferências do Governo Nacional, e de fato conseguiram evitar os cortes de despesa que outras instâncias do Estado sofreram, enquanto as empresas estatais, apesar de terem reduzido seus investimentos, mantiveram, por muito tempo, uma posição privilegiada na estrutura salarial do setor público⁴⁷.

Fica claro que o momento chave para a sorte do Plano Austral ocorreu em abril de 1986, quando as Autoridades Econômicas decidiram abandonar o congelamento de preços. Em que pese a sua substituição por regras para evitar a volta da indexação plena, esta decisão foi um golpe fatal no programa de estabilização; as regras não lograram seu propósito, a inflação se acelerou continuamente e o regime de alta inflação retornou com pleno vigor. Gerchunoff e Bozzalha (1987) chamam a atenção para a maneira como o descongelamento foi administrado. Dentro do quadro geral caracterizado pelas demandas setoriais de aumento de suas receitas e pelas subseqüentes pressões sobre o orçamento público, os autores destacam que o posterior movimento de preços relativos esteve diretamente vinculado aos efeitos provenientes da pressão sindical nas negociações salariais coletivas e da expansão dos descontos - em ritmo inconsistente com uma demanda de dinheiro declinante (Gerchunoff e Bozzalha, 1987). A maneira como a despesa do setor público tinha sido controlada contribuiu decisivamente para que tanto as reivindicações, como os posteriores aumentos gerais de salários e aposentadorias fossem apoiados até por membros do próprio partido governista. A negativa da direção do Banco Central de ajustar sua política monetária reflete justamente essa visão. Como destaca Machinea (1989), a ampla linha de descontos aplicada por este organismo foi a forma de burlar os limites sobre o orçamento público.

Machinea considera que, naquele momento, a única âncora possível era a oferta monetária, mas *"la directiva del Banco Central no pudo ser persuadido sobre esto y la consecuencia fue una política monetaria pasiva durante los meses siguientes"*. A passividade monetária contribuiu para reintensificar o

⁴⁷ Como exemplo, os rendimentos reais dos trabalhadores da Administração Nacional haviam crescido 5% e os dos aposentados e pensionistas 12,5%, mas os salários reais na empresas haviam aumentado 30,7%.

ritmo inflacionário, chegando-se ao ponto de as taxas de juros reais tornarem-se negativas. A equipe econômica finalmente retomou o controle da situação, logo após a substituição da direção do Banco Central. Mas, mesmo com a adoção de uma política monetária mais rígida, com a liberalização das taxas de juros e a introdução de novas regras para os preços públicos e privados em agosto de 1986, era tarde demais. As contas fiscais já haviam se desarticulado completamente devido à queda de suas receitas depois do fim da poupança forçada, da redução dos tributos às exportações e da queda no nível real das tarifas públicas após uma nova reaceleração inflacionária no final de 1986⁴⁸. A consequência dessa política monetária suave foi o agravamento do déficit quase-fiscal do Banco Central. Este surge, em última instância, como resultado da tentativa de evitar a monetização do déficit fiscal, diante de pressões por parte do Poder Executivo. Machinea (1990) assinala que, num mercado financeiro doméstico praticamente inexistente, como era o caso do mercado argentino, não é possível implementar uma política monetária independente por muito tempo, uma vez que em algum momento a dívida emitida será monetizada. Em consequência, a implementação de uma restrição monetária só se sustenta durante poucos meses, já que os juros reais incidentes sobre a dívida pública “se convertem numa bola que finalmente explode numa crise no sistema financeiro”.

O déficit quase-fiscal havia se agravado em função da crise financeira de 1980, quando o Banco Central precisou intervir e liquidar várias instituições financeiras utilizando os redescontos. Machinea, no entanto, também destaca que foi aplicada, simultaneamente, uma política ampla de redescontos. Do total dos redescontos concedidos, segundo cálculos do autor, o gasto fiscal, decido à pouca factibilidade de cobrança, correspondeu a um ponto percentual do PIB. Isto afetou negativamente o funcionamento do sistema financeiro doméstico, além de ter efeitos perversos sobre a demanda agregada. *“El impacto monetario de los redescuentos debió ser compensada, al menos parcialmente, a través del incremento en los requerimientos de reservas remuneradas. A pesar de la remonetización de la economía, la relación entre el requerimiento de reservas y el total de depósitos aumentó del 67% en junio de 1985 al 70% en marzo de 1986. La deuda doméstica total (i.e. las deudas del Tesoro y del Banco Central) se incrementó del 4.6% al 7.1% del PBI entre el segundo trimestre de 1985 al segundo trimestre de 1986. Así, como resultado de la política de redescuentos el gobierno falló en utilizar este período de remonetización para mejorar la eficiencia del sistema financiero y reducir la intermediación financiera del Banco Central”* (Machinea, 1990)⁴⁹.

Um aspecto central no desenho do plano Austral é que este aspirava a estabilizar a economia mantendo a neutralidade distributiva e os níveis de atividade e emprego. Machinea (1990) afirma, por

⁴⁸“En síntesis, cuando el equipo económico tomó total control de la política monetaria ya era demasiado tarde: el déficit fiscal era demasiado grande y no había ninguna ancla nominal, es decir, el tipo de cambio y las tarifas públicas estaban básicamente indexadas y los salarios nominales eran crecientemente determinados a través de las negociaciones entre los sindicatos y los industrialistas” (Canitrot, 1990).

⁴⁹Machinea (1990). Além disso, ele aponta que, dado que os encaixes constituem, em última instância, um imposto que tanto os prestamistas como os depositantes pagam, sua presença resulta finalmente em que “a medida que uno encaja demasiado el sistema financiero y finalmente le paga solamente su tasa pasiva, se crea un incentivo muy grande para que haya operaciones fuera del sistema”.

exemplo, que, quando se iniciou o Austral, aceitou-se um déficit público de 2,5% do PIB, porque era muito difícil reduzi-lo mais sem reduzir mais os salários. Gerchunoff & Bozzalha (1987) defendem a tese de que *"la relativa erosión del éxito inicial del plan Austral refleja el choque entre el intento de administrar día a día el conflicto social a través de una combinación de políticas de ingreso y prudencia monetaria, y los desequilibrios estructurales de la economía argentina. Ese desajuste básico, que atacó las bases del programa estabilizador en la arena del mercado, en la arena del Estado y en la arena política, sugiere una interpretación del nuevo rumbo inflacionario opuesto a la visión ortodoxa, de acuerdo a la cual dicho rumbo se abrió como consecuencia de una política monetaria y fiscal supuestamente expansiva"*. Assim, após eliminar de um só golpe a inflação inercial, *"el plan Austral se convirtió centralmente en un programa antiinflacionario de control de costos (y de expectativas de costos) acompañado de un significativo éxito fiscal y de una política monetaria que en principio quiso ser pasiva pero que no pudo evitar importantes episodios de activismo"*. A idéia central que estava por trás do Plano Austral era a seguinte: *"si se puede administrar el conflicto distributivo de manera más o menos razonable - primero a través del congelamiento general, salarios, tipo de cambio y tarifas públicas y luego a través de políticas de ingresos - entonces el suave movimiento de los costos determinará una tasa de inflación baja, mientras que la regulación de la demanda, posibilitará la protección del nivel previo de actividad y empleo"*.

Mas, como assinalam esses autores, a substituição abrupta do imposto inflacionário por tributos legais significou uma pesada transferência de renda que contrariou o objetivo de neutralidade distributiva do programa. O impacto dessa transferência sobre a aquisição de bens de consumo de massa, somado à reconstrução espontânea de mecanismos de financiamento para a compra de bens de consumo duráveis, significou uma forte expansão da demanda que superou a previsão de neutralidade do programa em relação ao nível de atividade e de emprego. O renascimento da confiança, ao impulsionar a remonetização da economia e o retorno de capitais, consolidou este processo de duas formas: o aumento não-inflacionário do crédito e a moderação da restrição externa. Torna-se muito difícil levar adiante o plano nesse contexto imprevisto, em consequência de uma visão estritamente administrativa quanto ao momento seguinte ao choque estabilizador. A concepção de que depois de estabilizar a economia bastaria então *"administrar rutinariamente los conflictos cotidianos y administrar rutinariamente la demanda agregada para mantenerse en una meseta de baja inflación y colocar a la economía ante la temática del crecimiento y la distribución"*, torna-se quase impossível, dado que *"ambas rutinas son extremadamente difíciles en una economía cuyos rasgos estructurales y cuya memoria inflacionaria la exponen a un rápido reavivamiento de las secuencias de shock - inercia (y) la eficiencia macroeconómica se debilita gradualmente"* (Gerchunoff e Bozzalla, 1987).

Para Machinea (1990), o que permitiu um aumento do consumo logo no início do congelamento de preços foi o efeito que a estabilização produz sobre a distribuição de renda através da substituição do

imposto inflacionário por impostos explícitos. Dada a maior regressividade do imposto inflacionário em relação aos explícitos, já que os assalariados têm menos acesso aos instrumentos financeiros internos ou externos que possibilitem sua evasão, é de supor que este setor aumentou sua participação na renda após o congelamento. Ademais, como este setor tem maior propensão a consumir que o setor não-assalariado, houve um aumento na demanda, que não foi compensado por um menor nível de consumo entre os não-assalariados, já que o mesmo não é função, como no caso dos assalariados, de sua renda corrente, mas de sua renda permanente. Isto foi reforçado pelo fato de os impostos explícitos, que substituíram o imposto inflacionário e que afetaram basicamente o setor não-assalariado, terem tido caráter temporário e, assim, não terem resultado num menor nível de consumo por parte destes agentes. Por outro lado, a evolução crescente do consumo interno foi reforçada pelo reaparecimento das linhas de crédito para o consumo tanto no varejo como no atacado. Todos estes fatores possibilitaram um rápido aumento da demanda agregada.

A aceitação das reformas estruturais na sociedade era, no entanto, pequena. Dentro do Congresso Nacional, o partido opositorista, cuja maioria se reforçou com a vitória eleitoral em setembro de 1987, se opusera aos projetos de reformas estruturais que requeriam aprovação parlamentar. Machinea (1990) sustenta que o mais difícil era implementar uma abertura comercial após a experiência de Martínez de Hoz, que havia afetado duramente os setores industriais. *"Después de esta traumática experiencia, el sector industrial no competitivo identificó cada intento para eliminar restricciones comerciales como un retorno de la política de Martínez de Hoz, que en estos días en la Argentina es lo mismo que decir 'volver al infierno [...] En 1985-86 los partidos Radicales y Peronistas estaban totalmente en contra a la apertura de la economía"*. Nesse sentido, prossegue ele, *"el gobierno no tenía suficiente apoyo político y social. A medida que el tiempo corría, esta privación resultó en un sentimiento generalizado de falta de poder que afectaba el proceso de toma de decisiones: varias iniciativas nunca llegaron a ser planteadas debido a que se asumía de antemano que serían rechazadas. Por lo tanto, la progresiva percepción de la necesidad de reformas estructurales fue acompañada de el progresivo entendimiento de la falta de recursos políticos con los que contaba el gobierno.... El principal objetivo de la reforma económica - asegurar estabilidad y reestructurar la economía - era una tarea demasiado grande frente a los limitados medios que tenía el gobierno a su disposición"*.

A experiência do Plano Austral foi uma tentativa de ajustar os desequilíbrios nos setores fiscal e externo sem implementar reformas estruturais na economia. O momento histórico, que dava maior destaque aos assuntos de ordem sócio-política do que aos econômicos, fez com que a equipe econômica temesse implementar medidas mais radicais quando percebeu a impossibilidade de conduzir o contexto macroeconômico nessas circunstâncias. Contudo, para a sociedade em geral, a percepção da gravidade da crise só ocorreu com a eclosão hiperinflacionária. Até esse instante, existia uma forte resistência às medidas de reformas estruturais, como uma maior abertura comercial externa, a limitação da assistência fiscal ao setor privado, a privatização das empresas públicas e a redução do número de funcionários do

setor público. Portanto, num quadro em que a prioridade era reforçar o contexto democrático, a questão de estabilização macroeconômica encontrava-se em segundo plano. Mas, os efeitos perversos da experiência hiperinflacionária modificaram radicalmente a oposição da sociedade às reformas estruturais. Na realidade, a necessidade de alterar o funcionamento da economia era inevitável após quinze anos de estagnação econômica, agravados por um volume crescente de dívida externa. Esta seria a etapa inaugurada por Menem.

**SEGUNDA PARTE: A EXPERIÊNCIA DAS REFORMAS
ESTRUTURAIS E O PROGRAMA DE
CONVERSIBILIDADE (1989/95)**

INTRODUÇÃO

O final com hiperinflação do Plano Austral possibilitou uma rápida implementação das medidas de reforma estrutural. Embora Menem tenha afirmado em seus discursos eleitorais que adotaria uma política próxima às políticas tradicionais do peronismo (isto é, protecionista, estatizante e popular), foi possível fazer uma virada radical e tomar um rumo contrário. A visão de que não havia uma outra alternativa tinha se generalizado. Não obstante, ainda que as medidas de reformas estruturais não fossem questionadas, o controle do cenário continuou sendo muito difícil, e dois episódios hiperinflacionários adicionais se sucederam no primeiro ano e meio de gestão. Foi nesse momento que Cavallo assumiu o Ministério da Fazenda e implementou o Plano de Conversibilidade, em abril de 1991.

Com o plano, iniciou-se uma segunda etapa na qual a estabilidade dos preços se combinou com a recuperação da atividade econômica. O aumento da demanda interna permitiu a elevação dos níveis de consumo e investimento, a recuperação da arrecadação tributária (unida a uma reforma nesta área) e uma melhora substancial nas contas fiscais. Além disso, verificou-se uma importante entrada de capitais do exterior vinculados ao processo de privatizações e ao retorno de capital fugido na década anterior, juntamente com aplicações de curto prazo. Isto permitiu a acumulação de reservas internacionais e o desenvolvimento do sistema financeiro doméstico, além de aumentar a confiança no plano econômico. Desta maneira, na primeira metade dos anos 90, os desequilíbrios dos setores fiscal e externo foram controlados.

A entrada de recursos do exterior foi tão importante que permitiu cobrir um grande déficit na balança comercial, surgido rapidamente, como consequência de um dos problemas fundamentais do plano econômico: no momento em que a lei de conversibilidade fixou a taxa de câmbio, esta estava fortemente sobrevalorizada. Isto, somado à implementação de uma rápida abertura com o exterior, provocou o déficit comercial. Por outro lado, o surgimento de uma alta taxa de desemprego teve o efeito de prejudicar o nível da arrecadação tributária, já que esta dependia fortemente do nível de consumo. Assim, no momento da crise mexicana, a fortaleza dos controles setoriais tinha se enfraquecido.

A crise mexicana bateu fortemente sobre a economia argentina. Muitos agentes duvidaram da capacidade governamental para manter a lei de conversibilidade e iniciou-se um rápido processo de retirada de depósitos do sistema financeiro doméstico. Como resultado, gerou-se uma crise financeira que obrigou o governo a intervir - e voltar atrás em relação a sua auto-imposição de eliminar sua função de credor de última instância. Para isso, o governo endividou-se no exterior com organismos internacionais, já que os capitais voluntários se retiraram da Argentina.

Desta maneira, mesmo que a crise tenha sido controlada pelo governo, numa visão de longo prazo persistem as dúvidas em relação a se as reformas estruturais com o Plano de Conversibilidade conseguiram solucionar os fatores desestabilizantes do passado. A dívida externa do setor público voltou a crescer depois da crise mexicana e o nível da taxa de câmbio continua gerando um déficit fiscal, mantendo a dependência por capitais do exterior. Finalmente, o surgimento do desemprego pode transformar-se num elemento adicional de incerteza, afetando o que Machinea (1997) denominou de “sustentabilidade social” do plano econômico.

4. O PERÍODO PRÉVIO: DA VIRADA DE MENEM AO PLANO DE CONVERSIBILIDADE

4.1. Fatores internos e externos que possibilitaram as reformas estruturais

Carlos Menem assumiu a Presidência da Argentina no dia 9 de julho de 1989, em meio a uma crise hiperinflacionária que obrigou Alfonsín a adiantar em seis meses a transmissão do cargo. A atividade econômica se encontrava praticamente paralisada. Surpreendentemente, Menem abandonou seu discurso eleitoral e a prática econômica passada do peronismo, atribuindo a direção da economia à equipe econômica da empresa multinacional Bunge & Born. Esta virada do novo mandatário é assim entendida por Damill e Frenkel (1990): *“un recurso al que debió apelar para dotar inicialmente a sus decisiones de política de la credibilidad que él mismo no estaba en condiciones de ofrecer”*. A partir desta decisão radical abre-se uma nova etapa na Argentina. Rapidamente serão introduzidas medidas econômicas que modificarão fortemente a estrutura vigente desde o pós-guerra. Sua orientação corresponderá ao proposto no chamado “Consenso de Washington”, isto é, medidas que objetivam reduzir a ingerência do setor público no funcionamento da economia, dando maior autonomia aos mercados⁵⁰.

As transformações foram tão profundas e extremas e a nova estrutura que emergiu foi tão diferente, que as novas medidas adquirem um caráter de irreversibilidade. Este ponto é ressaltado por Azpiazu (1993), ao afirmar que a nova economia: *“Si bien continúa tratándose de una economía en ‘transición’, es indudable que a diferencia de la década y media precedente, en los primeros años del decenio de los noventa se han asentado ciertas mutaciones de fondo que aún cuando no lleguen a configurar condiciones suficientes para la consolidación definitiva de un nuevo modelo de acumulación, han contribuido a tornar mucho menos imprecisas algunas de las formas que finalmente adoptará tal patrón o sendero de acumulación de la economía argentina”*⁵¹. Diante destas profundas

⁵⁰ As medidas adotadas pelos executivos da Bunge & Born deixam claro o matiz “market-friendly approach” que desejavam imprimir a sua gestão e uma ótica que se aproximava das linhas colocados pelo FMI – ao qual foi declarada a intenção de retomar prontamente os contatos, que haviam sido cortados em abril de 1988. Nesse sentido enquadraram-se a reunificação do sistema cambial (anulando-se o tributo implícito que as exportações sofriam no modelo implementado pelo Plano Primavera), ao se estabelecer uma taxa de câmbio única extremamente alta (cerca de 170%) para incentivar as exportações e comprimir fortemente as importações; o forte reajuste nas tarifas dos serviços públicos; e a declaração de outorgar autonomia ao Banco Central para eliminar qualquer expectativa de que este órgão viesse a financiar o déficit fiscal. Como primeiro passo desta última medida, anunciou-se que os encaixes remunerados no sistema financeiro seriam reduzidos.

⁵¹ *“Ello se ve avalado, en buena medida, ante el alto grado de irreversibilidad de una parte sustantiva de los cambios derivados o inducidos por las políticas públicas. Así, por ejemplo, el mayor nivel de exposición a la competencia externa, la subrogación del papel del Estado en muy diversos ámbitos, la revalorización empresarial del abaratamiento de los costos de producción como condición imprescindible para la competitividad - tanto en el mercado interno como en el externo - son, sin duda, algunos de los fenómenos sobre los que se irán estructurando los escenarios futuros de la economía. Asimismo, como resultado de las formas que ha adoptado esta prolongada fase de transición e, incluso, algunas de sus fenomenologías más recientes, tales rasgos estructurales se conjugan con otros no menos trascendentes como, por ejemplo, la creciente concentración del poder económico en un núcleo relativamente acotado de grandes agentes*

mudanças da estrutura econômica, derivadas do rumo adotado por Menem, e considerando que elas diferiam radicalmente de seu discurso eleitoral, surge a pergunta de como o novo mandatário logrou sustentar esta postura, dadas inclusive a celeridade na implementação das reformas e a tenaz oposição do Partido Justicialista (ao qual Menem pertence) a qualquer medida na mesma direção por parte do Governo Alfonsín⁵². Em primeiro lugar, devem ser explicadas as razões que levaram Menem a alterar seu discurso, para, então, entender como isso não gerou uma crise política.

Menem gozava de escassa credibilidade entre a comunidade empresarial, na medida em que era percebido como “um caudilho provinciano de tradição populista” (Machinea, 1996). Diante da crise macroeconômica, expressa na explosão hiperinflacionária que “literalmente provocou o colapso das finanças públicas” (Gerchunoff e Torre, 1996), Menem considerou que suas possibilidades de governar dependiam de uma aproximação total com os setores conservadores da sociedade. Contudo, como afirmam Gerchunoff e Torre (1996), para Menem não bastava utilizar “as mesmas políticas que tanto ele como o movimento peronista haviam sempre repudiado” para resolver a falta de credibilidade do mundo empresarial. A desconfiança no presidente originava-se, além do contexto macroeconômico de julho de 1989, da lembrança traumática da experiência do último governo peronista em 1973/76. Portanto, para obter o apoio do setor empresarial, as primeiras decisões de Menem tiveram o objetivo de *“mostrar que querían completar rápidamente la venta de los activos estatales, sin poner en juego instrumentos consumidores de tiempo y haciendo patente su compromiso de llevar adelante un cambio radical en el papel del estado”*. Nesse sentido, explica-se a nomeação de um alto executivo da multinacional Bunge & Born como ministro da Fazenda⁵³ e a exclusão dos peronistas do governo. Estes terminaram praticamente sendo “hóspedes do governo que haviam escolhido” (Gerchunoff e Torre, 1996).

Para Gerchunoff e Torre (1996) existem três fatores chaves que explicam por que Menem pôde levar a cabo as políticas estruturais - isto é, por que a inesperada virada não gerou uma crise social ou, pelo menos, uma crise dentro do partido peronista: (i) os efeitos que a aguda emergência econômica exerceu sobre a capacidade da população de tolerar o ajuste; (ii) o descrédito das instituições econômicas existentes; e (iii) o capital do próprio Menem como líder político. Em relação ao primeiro fator, sustenta-se que, com a proximidade da experiência hiperinflacionária, a relação “custo-benefício” que a opinião pública percebia nas reformas estruturais se modificou radicalmente em favor do segundo termo da equação. Para os autores, depois de um episódio hiperinflacionário, a perspectiva de estabilização traz em si uma sensação de alívio para a população. Isto neutraliza a capacidade de percepção dos possíveis

económicos” (Azpiázu, 1993).

⁵² Na realidade, na campanha eleitoral para as eleições de maio de 1989, ganhas por Menem, os discursos dos outros dois principais candidatos - Angeloz do Partido Radical e Alsogaray da Unión del Centro Democrático - se assemelhavam mais às medidas que posteriormente o próprio Menem implementou.

⁵³ O primeiro ministro da Fazenda da equipe Bunge & Born foi Roig; mas este faleceu logo, e em seu lugar foi nomeado Nestor Rapanelhi.

impactos distributivos da reforma, dado que: “las instituciones económicas a ser reformadas habían tenido históricamente un desempeño insatisfactorio. A diferencia de Brasil, por ejemplo, el patrón de desarrollo hacia adentro y promovido desde el estado no estaba asociado en la conciencia pública con una larga onda de crecimiento. En particular, los últimos quince años habían estado marcados por grandes fluctuaciones económicas, el deterioro en la calidad de los servicios públicos y la generalización de una fuerte sensación de declinación económica. Estas experiencias abonaron el terreno para la emergencia y posterior aceptación de una visión popular que, tomando prestado de la prédica del neoliberalismo económico, atribuía los desequilibrios macroeconómicos a la patología de un sistema económico estatista y proteccionista. [...] El descrédito general del orden económico prevaleciente le concedió, así, a Menem el margen de maniobra necesario para poner en marcha las reformas sin fuerte oposición” (Gerchunoff e Torre, 1996).⁵⁴

Finalmente, Gerchunoff e Torre (1996) destacam a importância da figura política do próprio Menem como fator essencial para a implementação de uma política econômica não só contrária a seu discurso eleitoral, como também à tradição peronista: “Menem había ganado la posición de preeminencia que tenía en la competencia interna realizada dentro del peronismo en 1988 para elegir candidatos a las elecciones presidenciales del año siguiente. En ella había resultado victorioso levantando las consignas de un populismo plebeyo y mesiánico de hondo arraigo en el movimiento. Con su victoria, por primera vez desde la muerte de Perón, en 1974, el peronismo se había unificado en torno de un liderazgo aceptado por todas las corrientes. Por consiguiente, cuando llegó al gobierno lo hizo llevando consigo el capital político necesario para legitimar sus opciones de política. Llevadas a cabo por un líder político sin las credenciales de Menem, las innovaciones que produjo en las políticas y las alianzas una vez en la presidencia, difícilmente hubieran tenido la misma favorable acogida”. Desta maneira, as reformas estruturais na Argentina iniciam-se de forma paradoxal: foram implementadas pelo único candidato nas eleições presidenciais de 1989 que advogava o caminho contrário, porém, com um custo político reduzido em semelhante “virada”⁵⁵. Assim, o caminho parecia livre para que fosse alterado o rumo econômico vigente desde o pós-guerra. Contudo, os dois primeiros

⁵⁴ Bouzas (1993) aponta que em princípios dos anos 90 a estabilidade macroeconômica se encontrava em primeiro plano na agenda política, o que implicava o esgotamento do setor público como indutor da atividade econômica e o ponto de partida para a aceitação social da implementação das reformas estruturais: “a principios de los '90 existe una aceptación generalizada de que, en las condiciones actuales, la preservación de la estabilidad es condición necesaria para mejorar el desempeño económico. Del mismo modo, hay un consenso extendido de que más allá de las diferencias de método, muchas de las reformas emprendidas en los últimos años resultaban impostergables frente al deterioro alcanzado por el tejido económico y social. Lo que es más importante, también se admite que la propia crisis del sector público limitaba severamente la efectividad de su gestión, reduciendo el rango de opciones de política efectivamente disponibles. Si bien este consenso no excluye visiones disímiles sobre los problemas pendientes y la forma más apropiada para encararlos, constituye un punto de partida razonable para un debate constructivo sobre las asignaturas pendientes” (Bouzas, 1993).

⁵⁵ “En contraste con las expectativas y los temas claves de la campaña electoral, el gobierno peronista que asumió en julio de 1989 reforzó el énfasis en la estabilización y la reforma e intentó restablecer una relación operativa con los organismos multilaterales, como un paso para consolidar la confianza. Desde entonces, no sin altibajos, la Argentina ha seguido un curso de política estrechamente alineado con las recomendaciones del llamado ‘consenso de Washington’. No deja de ser paradójico, y probablemente ilustrativo, que haya sido una administración peronista la que mostró mayor efectividad en la implementación de políticas de reforma de corte convencional” (Bouzas, 1993).

anos do governo Menem revelariam que a questão da estabilização era mais complexa, de modo que somente a decisão das reformas não bastava para estabilizar a economia.

Entende-se a importância do Plano de Conversibilidade, no contexto do processo de reformas, ao se remontar à grave crise de credibilidade que tinha posto o governo Menem em xeque. A postura adotada pela gestão Bunge & Born era priorizar o caráter de “longo prazo” das reformas, negligenciando as questões de curto prazo. Isto se refere não só ao equilíbrio fiscal, mas fundamentalmente às considerações com respeito à retomada do crescimento. O governo encontrou nesse contexto sérias dificuldades para levar adiante o processo reformador. Menem, como se mencionou, procurou, por meio da entrega do controle econômico à Bunge & Born, solucionar sua falta de credibilidade no *establishment*. Mas a “passagem” da multinacional no Ministério da Fazenda durou apenas seis meses. Durante o ano de 1990 o cargo foi ocupado por Erman González, que continuou na linha anterior: postergar o curto prazo mediante um duro controle do gasto fiscal, que redundou numa total estagnação do nível de atividade nesse ano. Diante de uma nova corrida cambial e da retomada do processo inflacionário, no começo de 1991, Cavallo assume o controle da economia, sancionando a Lei de Conversibilidade. Com ela, o controle da inflação foi acompanhado pela recuperação econômica⁵⁶.

O Plano de Conversibilidade foi fundamental para a manutenção do consenso público sobre a necessidade das reformas estruturais. Gerchunoff e Torre (1996) destacam que: *“si bien la consigna oficial ‘No Hay Alternativa’ había calado profundamente en la opinión pública, existía siempre el riesgo de que la recesión, el cierre de empresas, el aumento del desempleo agotaran el crédito otorgado a las políticas de reforma. La estabilidad y el boom producido por el Plan de Convertibilidad lograron entonces desplazar hacia adelante esa amenaza al poner en acción mecanismos que compensaron los costos del ajuste estructural”*. As urgências de curto prazo, que descrevem o dramático momento em que Domingo Cavallo tornou-se o ministro da Fazenda, explicam-se pelas dificuldades encontradas pela equipe Bunge & Born para dominar as variáveis macroeconômicas⁵⁷,

⁵⁶ “A fines de 1990 la política de represión del gasto se hizo insostenible. La monetización del desequilibrio fiscal y la percepción de atraso del tipo de cambio, en un contexto de alta incertidumbre, generaron expectativas de aceleración en la inflación. Los rumores de recambio en el equipo económico llevaron a la renuncia del presidente del Banco Central y a una nueva corrida en el mercado cambiario, precipitando inicialmente una pérdida de reservas y luego una devaluación del tipo de cambio nominal. Las hiperinflaciones de los dos años previos, la confiscación de los depósitos de fines de 1989, el fracaso del nuevo gobierno de estabilizar y la creciente dolarización, hacían prever que el país se movía nuevamente hacia otra experiencia económica y política traumática. Por su parte las encuestas mostraban que el apoyo de la población comenzaba a reducirse peligrosamente. El 29 de enero Cavallo fue nombrado Ministro de Economía y a mediados de marzo anunció el Programa de Convertibilidad. La convertibilidad, en cuanto programa de estabilización, vino a llenar el principal vacío de la administración Menem” (Machinea, 1996).

⁵⁷ Uma ilustração eloquente disso foi o difícil processo que a equipe Bunge & Born teve de realizar para estabelecer um acordo de preços - para aceleração da taxa de inflação. “El gobierno encontró su primera dificultad importante en la negociación del acuerdo de precios. La devaluación y el ajuste tarifario fueron anunciados el 9 de julio, pero el acuerdo con el sector privado recién se firmó unos diez días más tarde. Los precios industriales, que habían crecido por encima del IPC durante el desarrollo de la hiperinflación, se incrementaron fuertemente mientras se desarrollaban las negociaciones” (Frenkel e Damill 1990). Deste modo, finalmente, o governo fracassou em seu propósito de fazer os preços industriais voltarem a seus níveis de julho de 1989. Como resultado, “el ‘colchón’ inicial del tipo de cambio y tarifas se redujo, comprimiendo los márgenes de maniobra que tendría en adelante la política de estabilización. Este episodio fue revelador de algunos de los límites del apoyo de los sectores empresariales al programa” (Damill e Frenkel, 1990). O acordo de preços que o governo

apesar do apoio popular às reformas. Machinea (1996) descreve exatamente o contexto: *“En la cúspide de la ideología de derecha - fomentada por un presidente que necesitaba ganar reputación - el gobierno pensó que la 'vuelta al mercado' y la entrega del Ministerio de Economía a los empresarios era suficiente para poner la economía bajo control. Sin embargo la fórmula fracasó. A fines de diciembre de 1989, enfrentado con un nuevo peligro hiperinflacionario el gobierno resolvió confiscar los depósitos del sistema financiero. La medida fue sólo una aspirina en una situación donde el gobierno parecía haber perdido el rumbo. Dos meses más tarde un nuevo brote hiperinflacionario fue contenido a través de una fuerte represión del gasto público y una política monetaria dura. En ausencia de un programa estabilizador, ésa fue la política del gobierno durante todo 1990. A fin de año - es decir después de dieciocho meses de asumir el poder - comenzaba a ser evidente que el gobierno del presidente Menem era impotente para generar credibilidad, reducir la inflación a valores razonables y restablecer el crecimiento”*.

Portanto, ao longo de quase dois anos de governo, Menem não havia eliminado o problema de credibilidade que encontrou ao assumir. Pelo contrário, ele havia se agravado. A falta de credibilidade foi, assim, um dos principais e primeiros problemas que Cavallo teve de enfrentar ao chegar no Ministério da Fazenda. Em consequência, mesmo que a postura reformista de Menem tenha sido bem recebida pelo *establishment* e aceita pela sociedade em geral, não foi suficiente para controlar o contexto macroeconômico. A inflação continuou descontrolada e as declarações governamentais com respeito ao controle monetário não bastavam para tranquilizar aos empresários, em particular, e à sociedade em geral. O confisco dos depósitos no sistema financeiro agudizou as tensões e a incerteza, enquanto a política monetária restritiva com taxa de câmbio alta exacerbava a especulação cambial. Além disso, aos conflitos pela recessão se somavam os protestos dos funcionários públicos demitidos em função do início do processo de privatização e as fortes denúncias de corrupção no novo governo.

Duas conclusões surgem com respeito à Lei de Conversibilidade. Em primeiro lugar, sua sanção não fez parte da estratégia inicial do governo, mas foi um último elo do processo de aprendizagem descrito por Canitrot (1992): não bastou a Menem ganhar a confiança do *establishment* para solucionar a falta de credibilidade de seu governo; ele teve de renunciar também a suas políticas monetárias e cambiais. Foi isso que o governo acabou percebendo ao longo de quase dois anos de gestão. Nesse momento a Argentina *“tenía un régimen que cada vez se parecía menos a los de alta inflación y cada vez más a los hiperinflacionarios, es decir que el casi único elemento de coordinación era el tipo de cambio”* (Machinea, 1996), e portanto a Conversibilidade determinou por lei algo que já existia de fato. Mas a situação era tão grave que para obter credibilidade o governo teve de estabelecer seu compromisso

conseguiu implementar revelou-se extremamente fraco, e em dezembro de 1989 se desatou uma nova espiral altista nos preços, que culminou num novo episódio hiperinflacionário e na renúncia da equipe Bunge & Born.

mediante uma Lei Legislativa⁵⁸. A segunda conclusão se refere ao consenso sobre o rumo da economia. A hiperinflação, atribuída ao funcionamento econômico baseado na forte presença estatal, abriu espaço para as reformas estruturais. Contudo, os quinze anos de estagnação econômica (1975/89) também haviam influido decisivamente para a aceitação das reformas. Portanto, não bastava que as reformas trouxessem estabilidade; também era necessária a recuperação econômica. Foi por ter propiciado a combinação de estabilidade com crescimento que o Plano de Conversibilidade gozou de rápido consenso, permitindo a continuidade do processo de reformas econômicas que se encontrava em sérias dificuldades.

Não obstante, deve ter-se em conta o contexto internacional daquele momento, que faz com que esta recente experiência argentina se insira, como sustentam Gerchunoff e Torre (1996), em “uma tendência mais geral” que abrange toda a região e afeta “a agenda dos governos da América Latina”. Neste sentido, *“las reformas estructurales han ganado su presente prioridad como resultado de dos desarrollos paralelos. El primero fue el proceso de aprendizaje puesto en movimiento por la aguda emergencia económica que siguió a la crisis de la deuda externa. Los sucesivos fracasos cosechados en el esfuerzo por corregir los desequilibrios macroeconómicos mediante ajustes de corto plazo aumentaron la presión por soluciones más comprehensivas y radicales. Al mismo tiempo, otro desarrollo en el plano de las propuestas de política tuvo lugar. Nos referimos al influyente consenso que comenzó a perfilarse bajo los auspicios del discurso neoliberal que permeaba el pensamiento económico dominante en las instituciones financieras internacionales y en los círculos gobernantes de los países acreedores. De acuerdo a esta visión, los desequilibrios macroeconómicos de los países latinoamericanos eran tributarios de las limitaciones y disfuncionalidades del patrón de desarrollo orientado hacia el mercado interno y promovido desde el estado. El Plan Baker en 1985 condensó, y abogó por la racionalización y reducción del papel del estado en la economía y una mayor integración a la economía mundial”* (Gerchunoff e Torre, 1996). Portanto, o contexto externo tem uma dupla função: primeiro limita o campo de ação dos governos latino-americanos; depois, determina os programas econômicos que farão os ajustes estruturais recomendados pelas agências multilaterais de crédito. O elemento central para o estabelecimento do alto grau de ingerência externa na implementação do rumo econômico nos países latino-americanos é a urgência por recursos financeiros *vis-à-vis* os compromissos financeiros externos. O mecanismo para determinar o rumo econômico da América

⁵⁸ Machinea descreve acertadamente o escasso espaço de manobra do governo ao lançar o Plano de Conversibilidade: *“La fijación del tipo de cambio por ley y la imposibilidad de financiar mediante la emisión monetaria y - en el espíritu inicial de la convertibilidad - la colocación de deuda al gasto público, hicieron pensar que el gobierno había hecho su ‘última jugada’ sin tener demasiada certeza del resultado final. En efecto, el desequilibrio fiscal era a ese momento de alrededor de 3% del PBI y el atraso inicial del tipo de cambio, que no pudo ser recuperado sino minimamente durante los dos meses previos al inicio de la convertibilidad, a pesar de una devaluación nominal del 80%, generaban dudas sobre la capacidad de cumplir las promesas. Sin embargo, era también cierto que las autoridades no tenían demasiadas alternativas. A la pérdida de credibilidad asociada a muchas fallas en estabilizar y a las dos hiperinflaciones de los últimos años, se le agregaba la percepción creciente de que el gobierno era incapaz de controlar la inflación. En un contexto de falta total de credibilidad, el gobierno hizo quizás lo único posible: anunció reglas muy rígidas - similares a la del patrón oro - y las fijó*

Latina está nas cláusulas de condicionalidade dos novos empréstimos por parte do Fundo Monetário Internacional e do Banco Mundial, que Gerchunoff e Torre (1996) definem como “uma espécie de correia de transmissão através da qual as reformas de mercado fizeram seu ingresso nas agendas governamentais”.

O final hiperinflacionário do Plano Austral se converte numa percepção da necessidade de medidas extremas para restabelecer o equilíbrio macroeconômico. Mas a determinação do tipo de medidas que seriam adotadas se define, em grande parte, pelo contexto externo. Portanto, mesmo que a comunidade financeira internacional tenha percebido a necessidade de “suavizar” sua postura com respeito às dívidas latino-americanas, este tratatamento compreensivo está condicionado à implementação de reformas estruturais de orientação “market-friendly approach” nas economias latino-americanas. A ajuda financeira externa, portanto, não está disponível para qualquer tipo de política econômica. O cenário macroeconômico argentino na década de 80, associado ao já mencionado déficit estrutural em conta-corrente, caracterizou-se por sua instabilidade, pela alta inflação e pela estagnação no nível do produto, salvo o breve período em que o Plano Austral apresentou êxitos. Como contrapartida, a conta de capital foi afetada pela continuidade do processo de fuga de capitais, pela impossibilidade de acesso aos créditos externos voluntários por parte do governo argentino, pela ausência de investidores estrangeiros no país e pelo racionamento no crédito concedido por governos estrangeiros e organismos internacionais ao país. Portanto, para a nova administração que assumiu a condução do país em 1989, reverter este processo de escassez de fluxos de capitais externos era uma necessidade essencial para fechar o hiato com o exterior e para tornar viável algum processo de crescimento sustentável.

Por esta razão, Damill e Fanelli (1993) apontam que as medidas tomadas pela administração Menem com o objetivo de influir sobre os fluxos de capital externo não foram só um componente a mais da nova política econômica. Pelo contrário, os traços estruturais da economia faziam que o êxito da reforma estivesse intimamente relacionado ao êxito na reversão da direção dos fluxos de capitais do exterior observados na década anterior⁵⁹. Os autores também assinalam que, de modo congruente com estas medidas, as normas implementadas pelo novo governo objetivando o desenvolvimento do mercado de capitais doméstico também cumpriam o propósito de atrair capitais externos, não só porque sua ampliação o tornaria mais atrativo para o investidor externo, mas porque o mesmo deveria estar em condições de transformar de maneira eficiente os fluxos de poupança externa em investimento produtivo doméstico. De acordo com Damill e Fanelli (1993), quatro características estruturais fundamentais condicionavam qualquer política econômica e afetavam negativamente o fluxo de capitais. O

por ley” (Machinca, 1996).

⁵⁹ “El éxito de la reforma estaba intimamente relacionado con el éxito en revertir la dirección de los flujos observada en la década anterior. De ahí la prioridad asignada por las autoridades a la medidas orientadas a atraer la inversión extranjera directa, generar una mayor corriente de financiamiento externo y promover la repatriación de capitales.” (Damill e Fanelli,

equacionamento dos problemas derivados destas características tornava-se crucial para fechar o hiato externo.

Em primeiro lugar, a debilidade da taxa de poupança nacional, gerada pelos profundos choques fiscais e externos vinculados à crise da dívida, afetava dramaticamente o funcionamento econômico interno. O segundo traço estrutural que os autores mencionam é a forte e crônica restrição externa que a economia argentina vinha sofrendo, originada na pesada carga sobre a conta-corrente dos juros acumulados pela dívida externa, que ao obrigar a comprimir a absorção doméstica, terminou levando o investimento a um patamar incompatível com uma taxa de crescimento aceitável. *“Para recuperar el crecimiento, era fundamental no sólo contar con mayor ahorro sino también con una oferta más fluida de divisas. La reforma así debía contribuir a incentivar las colocaciones de fondos externos en el mercado doméstico”* (Damill e Fanelli, 1993). Como resultado da insuficiência de poupança e da severa restrição externa, modificou-se a percepção sobre o papel a ser desempenhado pelo investimento externo direto. Historicamente este era percebido como uma forma de se apoiar o processo de investimento industrial, melhorando o nível de gestão empresarial e permitindo o acesso a tecnologias avançadas - daí a ênfase posta no estabelecimento, através de novos projetos, de investimentos produtivos. Agora, com o governo de Menem, esta concepção era modificada. Percebia-se no investimento externo direto um elemento essencial para poder aumentar a disponibilidade de poupança externa e de oferta de divisas. Dentro desta idéia, também se enquadrariam os incentivos à aquisição de ativos produtivos já existentes, através do programa de privatizações, o que, na realidade, não se diferencia da tomada de um crédito externo.

A terceira característica refere-se ao intenso processo de dolarização que a economia vinha experimentando e que completava o difícil contexto macroeconômico do final dos anos 80. Adicionalmente ao fato de que uma porção significativa dos portfólios dos agentes estava constituída em dólares, os autores ressaltam um segundo fato: a alta proporção de contratos entre agentes que haviam tomado o dólar como moeda de denominação e como meio de realizar as transações. *“Esto aumentó en forma marcada la demanda de dólares por el motivo transacciones, haciendo ‘crowding out’ de la moneda doméstica y agudizando la desintermediación financiera doméstica - la cual se expresaba tanto en la caída continuada de los coeficientes de monetización como el corrimiento sistemático de las colocaciones financieras hacia el cortísimo plazo”* (Damill e Fanelli, 1993). Em decorrência disso, verificou-se o encurtamento da oferta e dos prazos do crédito doméstico. Por isso, os autores concluem que: *“Para financiar una recuperación de la inversión, era necesario, al menos inicialmente, acceder al crédito de largo plazo en el mercado internacional”* (Damill e Fanelli, 1993). Finalmente, havia em 1989 uma última característica estrutural constituída pelo extremo grau de fragilidade financeira do setor público: *“La alternativa elegida para superar esta situación fue encarar una profunda reestructuración*

de la hoja de balance del sector público mediante la privatización de buena parte de los activos físicos estatales. Esta estrategia requería una política hacia los flujos externos de capital porque el mercado de capitales doméstico era excesivamente estrecho y no estaba en condiciones de absorber la oferta de nuevos activos involucrados en la propiedad estatal a privatizar. Los esquemas de canje de deuda externa por activos productivos estatales se convertirían en el instrumento básico de esta estrategia" (Damill e Fanelli, 1993).

Desta forma, o fechamento do hiato externo passava fundamentalmente pelo que sucedesse na conta de capital, e pela reversão dos movimentos de capital externos. Por sua vez, a entrada de recursos externos cumpria um papel essencial em outros setores da economia doméstica, ao permitir, por exemplo, levar adiante o processo de reestruturação dos ativos do setor público, impulsionar o desenvolvimento e crescimento dos mercados financeiro e de capitais domésticos, e, também, reforçar a Lei de Conversibilidade, mediante a acumulação de reservas em dólares, o que implicava fortalecer a confiança no programa econômico do governo. Contudo, para que a estratégia baseada nos capitais externos tivesse êxito era preciso que o fluxo voluntário de capitais retornasse à Argentina. A aproximação do novo governo com o FMI foi um passo fundamental neste sentido, mas não o suficiente. Foram imprescindíveis para a entrada de capitais as transformações no sistema financeiro internacional, a partir de meados dos anos 80. Depois destas transformações, que originaram um processo de globalização financeira e um significativo aumento nos fluxos de recursos financeiros, os capitais voltaram a entrar na Argentina. Mas não restam dúvidas de que os fatores internos influíram decisivamente no processo de atração de capitais. Dentre estes fatores, destacamos o programa de privatizações, o crédito comercial vinculado ao forte déficit comercial que a Argentina passaria a ter com o Plano de Conversibilidade e, finalmente, as altas taxas de juros internas.

Contudo, ainda que o retorno dos capitais externos tenha coincidido temporalmente com o início das reformas estruturais, a reversão dos fluxos financeiros foi um processo que ocorreu em toda a América Latina, parecendo ter sido determinado mais pelas escassas oportunidades de aplicação nas economias centrais que pelo processo de reformas implementado, tendo em vista que países, como o Brasil, que não haviam reformado suas economias também receberam recursos significativos. "Assim, o condicionante fundamental do retorno dos fluxos voluntários foi a nova dinâmica financeira internacional e a conjuntura econômica nos países centrais, ou, mais precisamente, a etapa do ciclo financeiro (contexto de sobreliquidez e queda da rentabilidade dos ativos). Ao lado desses determinantes mais gerais - os chamados fatores externos ou *pull factors* -, esse retorno foi estimulado pela elevação significativa da rentabilidade financeira da América Latina, associada aos planos de estabilização econômica, e viabilizado pela abertura financeira empreendida pelos países da região (Baer, 1995). "Além das perspectivas de valorização das taxas de câmbio e manutenção de taxas de juros reais elevadas, devido à adoção de programas com âncora cambial, as perspectivas de valorização da riqueza

nos mercados emergentes latino-americanos também decorriam da existência de estoques de ações depreciadas, governos endividados e com empresas em processo de privatização” (Prates, 1997). Adicionalmente, Prates (1997) afirma que o retorno dos fluxos de capitais voluntários para América Latina está associado ao impacto positivo das reformas sobre as expectativas dos aplicadores externos.

O montante dos capitais que ingressaram na América Latina entre 1990 e 1994 foi de US\$ 47,7 bilhões (4,1% do PIB da América Latina), o que contrasta fortemente com os US\$ 8,2 bilhões (1,2% do PIB da América Latina) que ingressaram em 1983/89 (Canitrot, 1996). Na Argentina, ingressaram capitais correspondentes a cerca de 5% do PIB entre 1992 e 1994. Além do incremento na entrada de capitais, a América Latina beneficiou-se da simultânea queda nas taxas de juros em dólares (Tabela 4.1). Neste processo, por outro lado, se enquadra o novo tratamento dos credores da dívida externa - isto é, o Plano Brady -, através do qual os países latino-americanos tiveram suas restrições externas fortemente aliviadas, como descreve Canitrot (1996): *“durante toda la década de los 80s la tasa de interés en dólares fue descendiendo gradualmente desde las alturas a que en sus comienzos la llevara la Reserva Federal en su ataque frontal a la inflación. Este descenso se aceleró decididamente a partir de 1989 y no habría de revertirse hasta 1994. El descenso de la tasa de interés, y los posteriores acuerdos en el marco del Plan Brady, redujeron el peso de la deuda externa, - el cociente entre intereses adeudados de la deuda externa y las exportaciones bajó de 37% en 1986 a menos de 20% en 1992 para el conjunto de América Latina -. Al mismo tiempo la gran mayoría de los países puso en marcha Planes de Estabilización tutoriados por el FMI, y adoptó los programas de Reforma del Estado y de Apertura de la Economía llevados a cabo bajo la tutela del Banco Mundial. Todo ello tuvo el efecto de producir una baja generalizada de la prima de riesgo con pocas excepciones y de movilizar una onda nueva de ingresos de capitales a partir de 1991”*.

Tabela 4.1 - Taxas de juros em dólares 1972/1994 (médias anuais)

	1972/78	1979/88	1989	1990	1991	1992	1993	1994
LIBOR								
Nominal	7,9	10,9	9,3	8,3	6,1	3,9	3,4	4,7
Real	-0,8	4,4	4,6	3,2	1,7	0,9	0,7	2,1
US BONDS								
Nominal	7,4	10,7	8,5	8,6	7,9	7,0	5,8	
Real	-1,2	4,3	3,8	3,4	3,4	3,9	3,0	

Fonte: Canitrot (1996).

Com respeito à importância, para a Argentina, de uma forte queda das taxas de juro internacionais no início dos anos 90, Fanelli e Frenkel (1993) afirmam: *“both the income and substitution effects induced by the falling interest rates contributed to deactivating the debt crisis. The income effect weakened the external constraint by reducing the deficit in the financial services account. Likewise, two other developments are connected with this effect. First, there was, ceteris paribus, an overall increase in national income. Second, given that public sector held more than 90 percent of the outstanding foreign debt it was the major beneficiary of the increase in national income. In this way, the*

pressure exerted by the 'domestic transfer' became much weaker than it had been during the eighties". Portanto, a queda da taxa de juro internacional terá o efeito positivo de aliviar o desequilíbrio público relacionado ao pagamento do serviço da dívida externa, que já tinha sido amortecido pelo Plano Brady, que renegociou os vencimentos destes compromissos. Como consequência da diminuição dos pagamentos financeiros, diminuiu a pressão sobre o orçamento público, reduzindo-se a demanda de recursos do sistema financeiro doméstico. Por outro lado, *"the substitution effect was no less important. The deterioration in the rate of return on financial assets abroad heavily contributed to inducing a reversion in the capital flight process. Besides, the reduction in the rate of return on financial assets per se acted in favor of investment in real assets. Indeed, the higher rate of return perceived on real assets greatly helped Argentina's stabilization and structural reform by facilitating the implementation of a massive privatization program, an undertaking that would not have been possible without the participation of foreign investors"* (Fanelli e Frenkel, 1995).

Portanto, no início da década de 90 produziram-se importantes transformações no mercado financeiro internacional que tornaram-se decisivas para a evolução macroeconômica da Argentina. A falta de opções rentáveis no mundo desenvolvido gerou um contexto de elevada liquidez que, por sua vez, redundou em uma queda nas taxas de juros. Esta circunstância favoreceu a economia argentina de diversas maneiras. Por um lado, diminuiu o patamar dos compromissos financeiros externos do setor público⁶⁰. Por outro, permitiu que os capitais voluntários ingressassem no país pela primeira vez desde a crise da dívida de 1982 - embora fosse necessário um acordo prévio com o Fundo Monetário Internacional para normalizar a inserção argentina no mercado financeiro internacional. Desta maneira, a Argentina pôde levar adiante a política de privatizações, dado que parecia difícil sua implementação contando somente com compradores locais. Finalmente, a entrada de capitais seria fundamental para fechar o balanço de pagamentos, incrementar o estoque de reservas do Banco Central e aumentar o nível de monetização da economia. Com isso, criaram-se as condições para se manter a confiança no plano econômico e expandir o sistema financeiro interno⁶¹.

⁶⁰ *"The degree of budget equilibrium attained, in turn, would not have been feasible without the change in external conditions and the structural reform of the state, both of which heavily contributed to the weakening of the financial constraints that the public sector had faced in the eighties. Under the new conditions of the nineties, the explosive trends showed by some fiscal indicators during the debt crisis disappeared."* (Fanelli e Frenkel, 1995).

⁶¹ *"A diferencia de lo que había ocurrido en otras experiencias de estabilización (Chile, México, Israel, Bolivia), el programa de convertibilidad tuvo la particularidad de instrumentarse al mismo tiempo que caían las tasas internacionales de interés y se avanzaba en los acuerdos de renegociación de la deuda externa. Estos factores junto con la recesión en el mundo industrializado, dieron lugar por primera vez en una década, al ingreso de capitales privados a la región. Las menores tasas de interés ayudaron a equilibrar las cuentas públicas y el ingreso de capitales favoreció el aumento del gasto privado y la reactivación."* (Machinea, 1996).

4.2. Principais eixos da reforma estrutural

A velocidade com que Menem aceitou a orientação “para o mercado” está manifesta na sanção, em agosto 1989, das leis de Emergência Econômica e de Reforma do Estado, que impulsionou as reformas estruturais. Estas leis procuravam simultaneamente solucionar a grave crise de financiamento das contas públicas no curto prazo, romper com as características econômicas do passado e estabelecer quais seriam as reformas estruturais que transformariam a economia. Machinea (1996) explica a grande importância destas duas leis: *“El anuncio reformista se basó en dos leyes [...] La Ley de Reforma Económica asestó un golpe frontal al capitalismo asistido que se desarrolló en la Argentina desde la posguerra, al suspender los regímenes de promoción industrial, regional y de exportaciones y las preferencias que beneficiaban a las manufacturas nacionales en las compras del Estado; también se autorizaron licenciamientos de empleados públicos y se puso fin a los esquemas salariales de privilegio en la administración. Por su parte, la Ley de Reforma del Estado fijó el marco normativo para la privatización de gran número de empresas públicas. Mediante estas leyes, el Congreso delegó en el Ejecutivo la facultad por decreto los detalles de las nuevas políticas”*⁶². Isto quer dizer que estas duas leis estabeleceram os três eixos principais da reforma econômica menemista: a política de abertura (comercial e financeira)⁶³; a política de desregulamentação; e a política de privatizações.

Contudo, ainda que sua sanção tenha ocorrido quase dois anos após Menem ter assumido o governo, é correto concordar com Gerchunoff e Torre (1996) que a própria Lei de Conversibilidade transformou-se no quarto eixo estrutural. A necessidade de adicionar às reformas estruturais em curso uma medida que tratasse do manejo das políticas monetária e cambial surgiu diante dos sucessivos fracassos dos planos alternativos para controlar o contexto macroeconômico e a taxa de inflação⁶⁴. Por isso, a Conversibilidade surgiu como uma política de “auto-aprisionamento” na gestão monetária e cambial, a qual procurava dar credibilidade ao governo. A Lei Nº 23.928 de março de 1991 estabeleceu que só se poderia emitir moeda doméstica com 100% de respaldo em reservas internacionais, obrigando o Banco Central a vender todas as divisas que o mercado lhe solicitasse (na proporção de 10.000 austrais por dólar americano), além de permitir legalmente o estabelecimento de contratos em moeda estrangeira.

⁶² A lei de Emergência Econômica também iniciou o caminho de estabelecimento de um novo quadro para a relação entre o Governo Nacional e as Províncias, com o objetivo de evitar que o Tesouro Nacional continuasse a cobrir os déficits operacionais dos governos provinciais. O primeiro passo neste sentido foi o acordo entre o Governo Nacional e as Províncias para a conciliação das dívidas recíprocas (Atas do Saneamento). Depois, a Lei Nº 24.049 estabeleceu a transferência dos serviços de saúde e educação do Governo Nacional aos provinciais. Posteriormente, em agosto de 1992, o Pacto Fiscal (Lei Nº 24.130) aprovou um novo regime de repartição dos tributos nacionais entre o Governo Nacional e as provinciais.

⁶³ *“Por su parte la apertura comercial externa debía generar dos efectos. Por un lado, desde un punto de vista estático, una mejora en la asignación de recursos con su impacto en la productividad; por otro, incentivos adicionales para la inversión en un conjunto de sectores en donde el país tuviera ventajas comparativas. Esto era así por la disponibilidad de insumos y bienes de capital a precios internacionales”* (Machinea, 1996).

⁶⁴ *“Es verdad que algunas medidas tomadas previamente fueron funcionales al Plan de Convertibilidad... Pero no sería correcto ver a los sucesivos intentos de estabilización como el despliegue de un mismo programa. Desde un principio, el plan del ministro Cavallo se singularizó por la ambición de sus objetivos y la radicalidad de sus instrumentos. Puesto que su meta ya no era sólo reducir la inflación sino establecer un nuevo y perdurable régimen monetario y cambiario, dicho plan no fue un plan de estabilización más; más bien debe ser visto como una reforma estructural, como lo son las*

Por outro lado, com o objetivo de eliminar a inércia inflacionária, também se proibiu a utilização de qualquer mecanismo de indexação. Machinea (1996) sustenta que *“con esta medida, las autoridades tomaron dos compromisos en forma simultánea: prescindir de las correcciones cambiarias como instrumento de política y no financiar más al sector público con emisión”*⁶⁵. Este caminho foi depois reforçado, em novembro de 1992, com a sanção de uma nova Carta Orgânica, a qual tornava o Banco Central independente de qualquer outro poder do Estado, transformando-o praticamente num Currency Board, eliminando-se, assim, a possibilidade de que se gerassem déficits quase-fiscais, ao limitar-se fortemente a concessão de redescontos às entidades financeiras. Simultaneamente, foram eliminados os adiantamentos transitórios e a compra de títulos públicos. Em consequência, a gestão monetária tornou-se totalmente independente da política fiscal. Além disso, deixou-se o sistema financeiro sem um “emprestador de última instância”.

Em síntese, o processo de reforma da economia se baseou em quatro eixos principais: a abertura comercial e financeira, o processo de desregulamentação, as privatizações e a Lei de Conversibilidade⁶⁶. Ainda que somente com esta última medida o governo tenha logrado combinar reformas com estabilidade macroeconômica e crescimento, a política de privatizações tornou-se particularmente estratégica⁶⁷ devido à importância que os recursos que ingressaram tiveram para a aquisição de ativos públicos, ajudando a atender às necessidades de financiamento do setor público. Em certos momentos os recursos das privatizações constituíram-se na fonte quase exclusiva para cobrir o desequilíbrio fiscal

privatizaciones. la apertura comercial, la desregulación de la economía.” (Gerchunoff e Torre, 1996).

⁶⁵ Posteriormente, através do Decreto 2128 (1991), a conversibilidade foi completada mediante a criação de um novo símbolo monetário em substituição ao Austral, o Peso (o qual passou a vigorar a partir de 1º de janeiro de 1992). Com este decreto a relação cambial entre a moeda doméstica e o dólar foi estabelecida em “um para um”.

⁶⁶ Machinea (1996) e Fanelli e Frenkel (1995) apontam algumas das características desta estratégia com relação às tentativas anteriores aplicadas na Argentina para deter o ritmo inflacionário, bem como seus distintos resultados. *“Si bien el programa de estabilización parecía similar a otros que se habían instrumentado en la década del 80’, por la utilización de ciertas variables claves, en especial el tipo de cambio, como ‘anclas nominales’, las diferencias eran importantes. En primer lugar, la apertura comercial en un contexto de tipo de cambio sobrevaluado ejerció una importante presión descendente sobre el precio de los bienes comercializables. En segundo lugar, la prohibición de recurrir al financiamiento monetario del déficit fiscal fue estrictamente cumplida. En tercer lugar, la profundidad de la reforma del sector público mediante la privatización y la reducción de empleados estatales generó credibilidad respecto a que el sector público sería capaz de mantener el déficit fiscal bajo control.”* (Machinea, 1996). *“At first sight, the program appears to be similar to others implemented during the eighties which made use of certain key variables (especially the nominal exchange rate) as nominal anchors. However, the program exhibited important differences. In the first place, the opening of the economy (specially regarding imports) in the context of an overvalued real exchange rate exerted a significant downward pressure on the prices of tradable goods. Second, the prohibition of resorting to the monetary financing of the fiscal deficit was strictly enforced. Third, the fixing of the nominal exchange rate by law had the expected effect in terms of enhancing the credibility of the exchange - rate regime. Indeed, the relation 1 peso = 1 dollar turned out to be a key element favoring capital inflows.... A further element that acted in favor of credibility was the depth of the public sector’s structural reform via privatizations and reductions in the number of public employees.”* (Fanelli e Frenkel, 1995).

⁶⁷ Em si, o processo de privatizações tinha um conteúdo simbólico essencial como manifestação de um abrupto corte com o passado e o início de uma nova etapa, como bem apontam Gerchunoff e Canovas (1995): *“el gobierno inaugurado en julio de 1989 necesitaba encarnar en una política (y ninguna con el valor simbólico de la política de privatizaciones) su voluntad de dejar atrás la carga ideológica populista con que llegaba al poder. La sed de reputación y la necesidad de ganar credibilidad frente a la comunidad de negocios que lo observaba con desconfianza, impulsaban y aceleraban su acción privatizadora...el golpe definitivo a cualquier política más o menos matizada y gradual lo constituyó el episodio hiperinflacionario de 1989 y su repetición durante el año siguiente. Esa experiencia, con sus consecuencias dramáticas, afincó en vastos sectores un sentido de urgencia de las reformas estructurales y otorgó a la propuesta de privatizaciones masivas una popularidad sorprendente: de un modo u otro, los cambios debían ser realizados; bien o mal, había que*

(Gerchunoff e Cánovas, 1995). Isto pode ser percebido nas distintas modalidades adotadas pelo processo de privatização, de acordo com os vaivéns das necessidades fiscais: *“cabe destacar que al iniciarse el proceso de privatizaciones argentino, la política de enajenación de activos fue más una herramienta macroeconómica para estabilizar la economía que una herramienta de la política de reformas estructurales orientada a aumentar la productividad de la economía en el largo plazo. Sin embargo, las relaciones entre política de privatizaciones, política de estabilidad y política de reformas ha sido cambiante en el tiempo. En una primera etapa (1989/1990), las privatizaciones sirvieron para cancelar masivamente deuda pública externa y acercarse así a una negociación con los bancos acreedores que luego se plasmaría en la firma del Plan Brady; en una segunda etapa (1991), la enajenación de activos públicos - fundamentalmente reservas petroleras y el paquete minoritario de una de las telefónicas - constituyó el financiamiento puente para un programa de estabilización que había prometido formalmente no cobrar el impuesto inflacionario pero que todavía no había equilibrado las cuentas fiscales y requería por lo tanto de ingresos extraordinarios; en la tercera etapa (1992/ 1993), al cobrar fuerza la estabilidad y declinar las urgencias financieras del sector público, las autoridades ganaron autonomía en el diseño de la política de privatizaciones y pudieron atender algunos objetivos diferentes a los puramente macroeconómicos.”* (Gerchunoff e Cánovas, 1995). Por isso, o papel estratégico das privatizações também se refere a sua importância como fator de atração na entrada de capitais externos, contrabalançando os saldos comerciais fortemente negativos entre 1992 e 1994.

Por sua vez, as políticas de abertura externa e de desregulamentação dos mercados internos tiveram um papel essencial na contenção do processo inflacionário. A desregulamentação começou com a Lei de Emergência Econômica e continuou com o Decreto Nº 2284 de Desregulamentação em Novembro de 1991, que completou a remoção de regulações e disposições legais (proibições, restrições, regimes especiais, determinados gravames e direitos específicos) que afetam a atividade interna⁶⁸. Este decreto tinha o objetivo explícito de colaborar com a estabilização de preços depois do Plano de Conversibilidade, dentro do contexto de abertura comercial que determinava um teto ao aumento de preços nos bens comercializáveis. Portanto, essas políticas constituem as duas faces de um mesmo processo, como ressalta Machinea (1996): *“en un intento de detener el aumento en el precio de los bienes no transables a fines de 1991 el gobierno tomó medidas para desregular el funcionamiento de varios mercados. En cierta medida puede decirse que la desregulación intentó ser la otra cara de lo que la apertura comercial significó para el ‘disciplinamiento’ del precio de los bienes comercializables”*. Em outra parte do mesmo texto, o autor observa a importância da abertura nesse sentido *“el gobierno renunció desde un inicio a cualquier mecanismo de control de precios...la*

privatizar.” (Gerchunoff e Cánovas, 1995).

⁶⁸ Azpiazu assinala, não obstante, a radicalidade na implementação das reformas, a presença de certas inconsistências na política de desregulamentação interna e o desmantelamento dos regimes de promoção industrial. *“Este régimen desregulatorio denota ciertas inconsistencias respecto a los objetivos explicitados en el propio decreto de instrumentación. En tal sentido, la más notoria y de mayor representatividad económica la brinda, sin duda, la no inclusión de los regímenes de promoción regionales (La Rioja, Catamarca, San Luis, San Juan, y Tierra del Fuego).”* (Azpiazu, 1993).

eliminación de restricciones para - arancelarias y la fuerte reducción de aranceles imponían una disciplina a través de la importación que no requería controles de ningún tipo” (Machinea, 1996).

Portanto, devido à subordinação da liberalização comercial às exigências imediatas da política de estabilização, ela também se fez velozmente. *“Al hacerse cargo, las nuevas autoridades económicas hicieron conocer sus metas: reducción del arancel máximo al 20% y eliminación de gran parte de los instrumentos para-arancelarios (cupos, licencias y prohibiciones de importación). El plazo que se daban para alcanzar estas metas era de cuatro años” (Gerchunoff e Torre, 1996).* Mas esta perspectiva gradual por parte do governo, diante das dificuldades para controlar a inflação durante o período que precedeu o Plano de Conversibilidade, *“não pôde manter-se, em fins de 1990, pois as restrições quantitativas às importações haviam sido praticamente eliminadas”.* Com respeito às tarifas alfandegárias, os prazos foram acelerados de forma ainda mais rápida (Gerchunoff e Torre, 1996)⁶⁹. Estas modificações, marchas e contramarchas se explicam, segundo esses autores, pelo contexto macroeconômico, por um lado, e pelas urgentes necessidades de recursos para o setor fiscal, por outro: *“La fuerza motora en la aceleración del ritmo de los cambios fueron los avatares de la macroeconomía. Pero las demandas del corto plazo sobre la reforma comercial no fueron siempre las mismas. En los hechos, la política arancelaria podía contribuir a la estabilización económica de dos maneras, sea como mecanismo disciplinador de los formadores de precios internos, sea como mecanismo de apoyo al cierre del déficit fiscal mediante los gravámenes a las importaciones. A lo largo de esta accidentada primera etapa, las autoridades oscilaron entre uno y otro; al tiempo que se movían hacia la liberalización del comercio, apelaron en varias ocasiones al aumento de las tarifas nominales o a la aplicación de recargos temporarios a las importaciones a fin de obtener los tan necesitados ingresos fiscales. Así fue que entre octubre de 1989 y marzo de 1991 los aranceles máximos y mínimos fueron alterados nada menos que once veces” (Gerchunoff e Torre, 1996).*

A contraface da pressa com que o governo procurava obter recursos fiscais, seja mediante o programa de privatizações seja mediante as distintas políticas comerciais, foram os custos com que teve de arcar⁷⁰. Machinea (1996) vincula estes custos à “estratégia de choque” com que se implementou a política de abertura, juntamente com a oportunidade que o êxito antiinflacionário do Plano de Conversibilidade ofereceria para aprofundar este caminho: *“se puede afirmar que la apertura económica se hizo de un día para otro, en un contexto de atraso del tipo de cambio y de falta de políticas que ayudaran en el proceso de transformación productiva necesario para hacer frente a los*

⁶⁹ “En octubre de 1989 el arancel promedio nominal ya se ubicó en el 26% y en 17% un año más tarde, a fines de 1990. En marzo de 1991 se introdujo una estructura arancelaria escalonada, con aranceles del 0% para materias primas, el 11% para insumos y un 22% para bienes manufacturados finales. Como resultado de ello, el arancel promedio cayó al 10%” (Machinea, 1996).

⁷⁰ A razão deste custos, segundo Gerchunoff e Torre, é que quando *“la emergencia económica lleva a que la política de estabilización y la política de reformas sean incorporadas a un mismo paquete de políticas, la segunda tiende a organizarse en función de la primera. Lo que significa que las reformas son hechas con vistas al objetivo prioritario de reducir el déficit fiscal y contener la inflación antes que para aumentar la productividad y la competitividad de la economía a largo plazo” (Gerchunoff e Torre, 1996)*

desafíos que la misma imponía; en especial hay que destacar la falta de financiamiento a mediano y largo plazo que enfrentaron las pequeñas y medianas empresas” (Machinea, 1996)⁷¹.

Reforçamos a idéia de que o processo de reforma econômica se baseou em quatro eixos: a desregulamentação dos mercados internos, a abertura comercial e financeira, as privatizações e o Plano de Conversibilidade. A profundidade e o ritmo do processo de liberalização dos mercados internos e externos foram basicamente determinados por um *trade-off* entre urgências fiscais e dificuldades na gestão conjuntural, colocando-se em um segundo plano qualquer outro objetivo esperado destas reformas. Em contrapartida, este procedimento implicou a geração de dificuldades para que os agentes internos se adaptassem às novas condições.

4.3. Fatores importantes que contribuíram para o êxito do Plano de Conversibilidade

O Plano de Conversibilidade foi implementado após uma sequência de planos de estabilização malsucedidos. Contudo, vários fatores prévios tiveram um papel essencial para sua implementação, a tal ponto que sem eles dificilmente teria sido possível iniciar o plano. Dentre estes fatores destacam-se: (i) o contexto financeiro internacional favorável; (ii) o fato de que muitos dos “custos sociais” das reformas já haviam sido pagos pelos fracassados planos anteriores. Contudo, houve um fator adicional, a forte recessão de 1990, que gerou um superávit comercial recorde, o que permitiu recompor o nível de reservas internacionais que havia diminuído fortemente depois dos episódios hiperinflacionários.

A importância deste fator se deve a que *“unlike the Mexican case where exchange rate stability at the beginning of the ‘Pacto de Solidaridad’ was based on the strong reserves position of the Central Bank, in the Argentine case, the main factor guaranteeing the sustainability of the fixed exchange rate was the huge surplus in the trade account recorded in 1990”* (Fanelli e Frenkel, 1995). O nível de ativos líquidos no Banco Central em fins de 1989 não chegava a US\$ 800 milhões. As corridas cambiais haviam produzido uma drenagem de US\$ 1,6 bilhão nesse ano. Mas o histórico superávit comercial e a política de forte restrição monetária aplicada por Erman González em 1990 obrigaram os agentes a desfazerem-se de suas divisas por necessidades *transaccionais e/ou operativas*, permitindo que no momento do Plano de Conversibilidade as reservas líquidas atingissem cerca de US\$ 2,5 bilhões. Em consequência, este estoque de reservas se transformou no respaldo da moeda doméstica. Desta maneira, parece razoável sustentar que, deixando de lado questões ligadas ao conteúdo específico do Plano de Conversibilidade, seu êxito não pode ser dissociado dos aspectos conjunturais que determinaram a

⁷¹ *“Hay dos elementos a destacar en los que el gobierno se apartó de la ortodoxia. En primer lugar, adoptó una estructura arancelaria con algún grado de dispersión y con protección creciente según el valor agregado. Lo interesante de ésta postura es que con ella se aceptaba en los hechos lo que se negaba en el plano de las ideas: que las industrias con mayor valor agregado pueden estar asociadas a la calificación de la mano de obra, al aprendizaje, el desarrollo tecnológico y a mayores posibilidades de integración al mercado internacional con una oferta de bienes diferenciados. En otras palabras, se aceptaba implícitamente que un mayor valor agregado hoy significa mayor productividad mañana. En segundo lugar, después de un comienzo donde el gobierno pareció inclinarse hacia una postura unilateral, finalmente inició*

possibilidade de sua própria implementação. Ou seja, sem o apoio complementar das medidas reformistas, do superávit comercial recorde do ano prévio e da melhora nas condições do mercado financeiro internacional, dificilmente teria sido possível implementar o programa.

Por outro lado, uma medida de Erman González como ministro da Fazenda que se mostrou essencial para reduzir a despesa pública foi o Plano Bonex. Este Plano, do início de 1990, “de um só golpe” reduziu fortemente o estoque de recursos monetários em poder do público e praticamente eliminou a carga de juros de curto prazo sobre a dívida pública, mediante a restituição compulsória dos depósitos a prazo fixo no sistema financeiro a seus proprietários em títulos da dívida externa de dez anos (o mesmo se fez com os títulos da dívida interna). Estas medidas significaram uma importante perda de capital para os detentores de depósitos de prazo fixo (dado que foram convertidos pelo Bonex na paridade nominal, enquanto seu valor no mercado secundário era muito inferior ao valor de face), e assim tiveram um impacto negativo sobre a opinião pública e sobre a credibilidade do governo. Contudo, ao eliminar-se a despesa quase-fiscal do governo, praticamente foi liquidado o estoque da dívida pública interna.

Portanto, as condições econômicas em 1991, quando se implementou o Plano de Conversibilidade, eram distintas das vigentes no momento em que Menem assumiu a Presidência. O mercado financeiro internacional apresentava uma conjuntura de alta liquidez e baixas taxas de juro; a despesa pública havia sido reduzida por meio da demissão de funcionários do Estado e das empresas já privatizadas ou em processo de privatização, e pela eliminação da dívida pública interna através do Plano Bonex; e a forte recessão de 1990 - que provocou um superávit comercial recorde - possibilitou recompor o estoque de reservas internacionais em poder do Banco Central. Tudo isso permitiu a constituição de uma base de divisas de montante suficiente para transformar-se no respaldo da moeda doméstica num esquema de conversão.

5. O PLANO DE CONVERSIBILIDADE: DO MILAGRE AO EFEITO TEQUILA (1991/95)

5.1. Introdução

O contexto macroeconômico mudou rapidamente depois a implementação do Plano de Conversibilidade em abril de 1991. Em especial, a equiparação da moeda nacional ao dólar por lei mostrou-se verdadeiramente exitosa para baixar, de forma abrupta, a taxa de inflação. A partir deste instante, também se inicia um processo de recuperação ininterrupta do nível de atividade econômica, com duração de quatro anos consecutivos (1991 a 1994) e com variação positiva do produto interno, que é a mais longa na história econômica argentina desde o colapso do modelo substitutivo em 1975. Para este crescimento foi importante a influência do governo ao incentivar, graças a uma sensível melhora na posição fiscal, o nível de atividade: *"El gobierno adoptó una política claramente procíclica. En primer lugar, y a diferencia de otros países de la región, no puso ninguna restricción al ingreso de capitales de corto plazo. En segundo lugar, el gasto público en dólares aumentó en un 100% entre 1990 y 1993, aunque el déficit fiscal dio lugar a un superávit en 1993.... Por último, los encajes bancarios promedio disminuyeron desde un 40% de los depósitos al inicio de la convertibilidad a 29% en abril de 1993, potenciando de esta manera el incrementado del crédito resultado del proceso de remonetización"* (Machinea, 1996)⁷². Além disso, com a conversibilidade, o governo logrou restaurar a confiança popular e prosseguiu - de forma mais acentuada - a caminhada das reformas estruturais. O êxito econômico possibilitou inclusive que fosse melhorado o desenho destas políticas, o que aumentou ainda mais a popularidade do plano econômico⁷³.

A estabilidade macroeconômica teve o efeito adicional de estimular uma maior entrada de capitais externos⁷⁴. Inicia-se um processo de remonetização da economia que, ao permitir uma expansão

⁷² *"Es evidente entonces que las autoridades económicas decidieron - por acción u omisión - una estrategia de fuerte crecimiento de la demanda durante los primeros años de la convertibilidad. Esta estrategia fue funcional tanto desde el punto de vista de la coalición que sustenta a las autoridades políticas, como desde el punto de vista del propio programa económico, al menos en lo que hace al aumento de la recaudación necesario para financiar el incremento del gasto público y la eliminación de impuestos distorsivos, como así también para inducir un sostenido incremento de la inversión del tipo 'del acelerador keynesiano'"* (Machinea, 1996).

⁷³ *"Además de ayudar a moderar los costos del ajuste estructural, la etapa abierta por el Plan de Convertibilidad permitió al gobierno mejorar el diseño de las reformas estructurales. El caso de las privatizaciones lo mostró claramente. Mientras que en las privatizaciones de la primera etapa la subordinación a los objetivos fiscales llevaba a resultados casi incompatibles con la creación de una economía competitiva, en esta segunda etapa las privatizaciones se desplegaron en un contexto fiscal mas saludable y se orientaron más que antes a mejorar la productividad y la eficiencia. A su vez, mejoraron los procedimientos, con licitaciones más competitivas."* (Gerchunoff e Cánovas, 1996).

⁷⁴ *"As a general rule economic policy adapted passively to the massive capital inflows. This was particularly so regarding monetary and exchange rate policies. This feature of the argentinian experience markedly differs from the cases of Chile, Colombia even Mexico. These countries tried to manage the increased capital inflows in a much more active way by resorting to sterilization, direct intervention in the foreign exchange market and changes in the foreign exchange regime"* (Fancilli e Frenkel, 1995).

do crédito no sistema financeiro interno, possibilitou o incremento da demanda agregada, tanto por meio de um maior consumo⁷⁵ quanto por um importante aumento no investimento. A recuperação do setor financeiro doméstico se deveu à maior confiança dos agentes nas medidas governamentais que induziram à geração de um segmento dolarizado dentro do mesmo, com a subsequente expansão secundária de “argendólares”. Simultaneamente, a recuperação da atividade econômica possibilitou que se incrementasse fortemente a arrecadação tributária, o que permitiu uma melhora sensível nas contas públicas. Contudo, a contrapartida desse processo foi uma taxa de inflação demasiadamente elevada para ser compatível com um regime de abertura absoluto com taxa de câmbio fixa (Fanelli e Frenkel, 1995), o que gerou uma distorção de preços relativos em detrimento da produção doméstica. Desta maneira, produziu-se um elevado déficit comercial, acentuando-se o déficit em conta corrente.

Tabela 5.1 - Argentina, Dados Macroeconômicos (1990/1995)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
PIB Real (Taxa de variação)	0,1	8,9	8,7	6,0	7,4	-4,4
INPC (var. anual)	1343,9	84,0	17,5	7,4	3,9	1,6
IPA (var. anual)	798,4	56,7	3,2	0,1	5,8	6,0
Déficit Setor Público Não-Financeiro (% PIB) #	2,9	2,5	0,1	-0,8	0,5	1,4
Taxa de desemprego (outubro)	6,3	6,0	7,0	9,3	12,2	16,4
Reservas Internacionais (*) (**)	5,7	7,9	11,2	15,3	16,1	16,0
Conta Comercial (*)	8,2	3,7	-2,6	-3,7	-5,7	0,8
Conta-corrente (*)	1,8	-2,8	-6,8	-8,6	-11,4	-5,5
Conta de Capital (*)	1,0	4,7	9,9	13,1	11,9	5,4
M3 (% PIB) (**)	8,7	7,1	9,0	11,3	11,5	10,6
M3* (% PIB) (**) (***)	4,5	10,2	13,8	18,3	19,7	19,2

Dados do Governo Nacional.

(*) bilhões de US\$.

(**) dezembro de cada ano

(***) M3 mais depósitos em dólares no sistema financeiro doméstico.

Fonte: Bonvecchi, Fanelli e Frenkel (1997).

Dentro deste esquema, a entrada de capitais externos, fortemente vinculada ao processo de privatizações, se converte no elemento dinâmico, e sua continuidade se faz necessária para fechar o balanço de pagamentos; para manter a confiança no programa econômico; e para sustentar um elevado ritmo de atividade econômica. Por esta razão, o Plano de Conversibilidade tem dois momentos bem definidos e separados pelo “efeito tequila”. Em 1995, a crise financeira internacional implicou uma forte queda no fluxo de capitais externos que não pôde ser compensada por fundos derivados do programa de privatizações, a esta altura já praticamente concluído. Nestas condições se interrompeu o período de crescimento, observado pela queda de 4,4% no PIB (ver Tabela 5.1.).

⁷⁵ “El fuerte incremento en los depósitos originó un sustancial aumento en la capacidad prestable del sistema financiero. Este aumento de la capacidad prestable, en un contexto de demanda insatisfechas, consumidores no endeudados y la aparición de artículos de consumo importados como consecuencia de la apertura económica, fue posiblemente el factor más importante para explicar el ‘boom’ de consumo. El crédito al sector privado creció en dos años un 125%. Un 10% de éste incremento se explica por la reducción de encajes; es decir que las autoridades económicas fueron claramente procíclicas: no sólo no pusieron restricciones a la entrada de capitales sino que además redujeron los encajes, potenciando de esa manera el crecimiento de la demanda” (Machinca, 1996).

A Tabela 5.1. ilustra radicalmente a mudança econômica ao longo do Plano de Conversibilidade. O produto cresce mais de 30% entre 1991 e 1994, no período seguinte à estagnação de 1990. Por sua vez, a espetacular queda da taxa de inflação constituiu o êxito mais retumbante do plano econômico: o nível de preços passa de um patamar hiperinflacionário para menos de 2% ao ano (varejo) em 1995, chegando a 0% em 1993 (atacado), ainda que esta última taxa depois tenha se estabilizado em torno de 6% a.a. Contudo, ainda que, para os padrões históricos da Argentina, os níveis mencionados de inflação sejam extremamente baixos, não o são em relação à taxa de inflação internacional. Esta discrepância gerou efeitos que se fizeram sentir rapidamente sobre a taxa de câmbio e a balança comercial. Isso se verifica quando se compara o desempenho da inflação no varejo *vis-à-vis* os preços no atacado. A taxa no varejo acumulada desde o início do Programa de Conversibilidade foi de 58,8% até dezembro de 1994, enquanto a taxa no atacado só aumentou 12,4%. A diferença diminuiu em 1995 – com taxas de 61,3% e 19,1%, respectivamente. Mas este comportamento esteve fortemente ligado à recessão do período. Leando-se em conta que a taxa de inflação no atacado inclui principalmente produtos comercializáveis externamente, enquanto o índice de preços ao consumidor é constituído em grande medida por serviços não-comercializáveis, esse comportamento distinto repercutiu fortemente sobre as importações⁷⁶. Desta forma, o histórico superávit de 1990 de US\$ 8,2 bilhões se converteu num déficit acumulado de US\$ 12 bilhões entre 1992 e 1994, enquanto na conta-corrente o déficit foi de quase US\$ 30 bilhões entre 1991 e 1994, mesmo com uma taxa de juros internacional favorável. Em 1995, as condições recessivas geradas pela crise financeira internacional interromperam o processo, permitindo um pequeno superávit comercial.

Portanto, a condição *sine Qua non* para a sobrevivência do plano econômico passou a ser o resultado da conta de capital. A entrada de recursos do exterior foi tão importante que não só permitiu cobrir o elevado déficit em conta-corrente do período, como também possibilitou que se acumulassem reservas internacionais, o que fortaleceu a confiança na conversibilidade e incrementou os agregados monetários. O superávit da conta de capital entre 1991 e 1994 foi de US\$ 40 bilhões. Em consequência, o governo pôde incrementar o estoque de reservas em poder do Banco Central para US\$ 16 bilhões e o agregado monetário máximo da economia, M3*, que inclui os depósitos em pesos e em dólares no sistema financeiro doméstico, subiu de 4,5%, em 1990, para quase 20% do PIB, em 1994. O clima de maior confiança econômica pode ser visto também no comportamento da taxa de juro, do prêmio de risco-país e da taxa esperada de desvalorização (Tabela 5.2). No momento do lançamento do Plano de Conversibilidade, a taxa nominal de juro anual sobre depósitos a prazo fixo superava 207%. Em dezembro de 1994, ela se situou em menos de 10%. Porém, com a crise do “efeito tequila”, a taxa

⁷⁶ “The differential performance of consumer and wholesale prices was the result of the dissimilar composition of the indexes: the wholesale index does not include the prices of services, which augmented at a faster rate than goods prices. Secondly, income policies with regard to the pricing of goods took the form of agreements between the government and producers of selected industrial goods, that were implemented at the wholesale level. Thirdly, and of primary importance, the elimination of trade restrictions and the reduction in tariffs, implemented simultaneously with the stabilization

voltou a subir para cerca do 20% nos piores momentos. Da mesma forma, o prêmio de risco - computado como a diferença entre a taxa de retorno dos Bônus Externos do governo e a Libor - caiu de 12% para 2% entre março de 1991 e dezembro de 1994, voltando a crescer em 1995. Por sua vez, a taxa de desvalorização esperada diminuiu de mais de 150% para menos 1% no mesmo período. O comportamento destas variáveis, que refletem com grande sensibilidade o nível de confiança no programa econômico por parte dos agentes econômicos, mostrou-se de grande importância - particularmente no momento imediatamente após o início do Plano de Conversibilidade - principalmente para a recuperação do nível de atividade interna, depois de três anos recessivos (1998/1990), e para estimular a continuidade da entrada de recursos do exterior e iniciar um processo de repatriação de capitais fugidos durante a década anterior.

Tabela 5.2 - Taxas de juros, de risco-país e de desvalorização 1990/1995
(porcentagem expressa em termos anuais)

	Taxa de juros interna (1)	TIR Bonex 1989 (2)	Taxa LIBOR (3)	Taxa estimada de risco-país (4)	Taxa esperada de desvalorização (5)
dez-90	94,49	25,99	7,56	17,14	54,36
mar-91	207,74	19,58	6,50	12,29	157,34
dez-91	19,83	10,17	4,38	5,55	8,77
dez-92	25,31	12,68	3,63	8,74	11,21
dez-93	8,67	6,33	3,50	2,73	2,20
dez-94	9,55	9,67	7,00	2,32	-1,09
jan-95	10,65	11,09	6,63	4,19	-0,40
fev-95	11,64	14,89	6,44	7,94	-2,83
mar-95	19,38	13,81	6,44	6,93	4,89
abr-95	19,07	12,50	6,31	5,82	5,84
maio-95	15,54	9,91	6,06	3,63	5,12
jun-95	10,83	9,93	5,88	3,83	0,82

Fonte: Bonvecchi, Fanelli & Frenkel (1997).

(1) Taxa de depósitos a prazo fixo de 30 dias anualizada.

(2) Taxa interna de retorno do BONEX 1989 anualizada.

(3) Taxa LIBOR a 180 dias anualizada.. (4) =

$\{ [1 + (2)] / [1 + (3)] \} - 1$.

(5) = $\{ [1 + (1)] / [1 + (2)] \} - 1$.

Em suma, o Plano de Conversibilidade teve sucesso em deter abruptamente o ritmo inflacionário e conjugar este resultado com uma recuperação das atividades econômicas, com uma melhora fiscal e com a recuperação dos coeficientes monetários. Contudo, ainda que o desequilíbrio externo tenha sido solucionado, isto dependeu excessivamente de uma entrada importante de capitais do exterior. Além disso, essa dependência foi agravada por um forte saldo comercial negativo. Desta maneira, a queda na entrada de capitais complicou, em primeiro lugar, o fechamento do setor externo e, a partir daí, afetou o restante da economia.

5.2. Primeira parte: estabilidade e crescimento (1991-1994)

Entre o lançamento do Plano de Conversibilidade e a *crise mexicana* (dezembro de 1994) houve três etapas, cada uma delas determinada por questões relacionadas à disponibilidade de financiamento externo. Desde a sanção da Lei de Conversibilidade até meados de 1992, a entrada de capitais foi fundamental para permitir uma importante recuperação dos níveis de consumo e investimento. O consumo interno, fortemente reprimido durante os quase três anos de recessão anteriores, aumentou quase 30% entre 1991 e 1992, e o investimento interno aumentou quase 76%, depois de ter chegado a somente 13% do PIB em 1990 (Tabela 5.3). Entre os fatores que influíram para o aumento do consumo, Machinea (1997) destaca o incremento do crédito, a forte redução no preço dos bens de consumo duráveis, como consequência da abertura das importações, e a eliminação do imposto inflacionário, que beneficiou os setores de baixos ingressos, “y, por último, la sensación que tuvieron muchos argentinos de que su ingreso permanente había aumentado como resultado de la estabilidad y la prédica de las autoridades de que el país había iniciado una nueva etapa que en poco tiempo lo llevaría a ubicarse en el ‘primer mundo’”⁷⁷. Portanto, imediatamente após o início do Plano de Conversibilidade produziu-se um *boom* de consumo vinculado a um longo período recessivo prévio e a uma verdadeira “explosão de confiança”, que incentivou o endividamento dentro do sistema financeiro doméstico para obter recursos para o consumo.

Contudo, esta dinâmica começou a esvanecer-se em meados de 1992, fazendo surgir, no ano seguinte, uma nova etapa de crescimento na qual o intervencionismo governamental teve um papel essencial, como sinalizam Fanelli e Frenkel (1995): “In 1990 the activity level was at the bottom of the recession that had begun in 1988. Pushed by strong reaction of demand which followed the launching of the stabilization program and the relaxation of the external gap, GDP grew 8.9 percent in 1991 and 8.7 percent in 1992. After two years following an upward trend, in mid - 1992 demand and production slowed, generating recessionary expectations. Since the beginning of 1993, nonetheless, expansion has recovered impetus but now driven by capital inflows and government spending. This dynamics suggests that the impact effects of the stabilization shock on aggregate demand had more or less run out steam by mid - 1992”. Em novembro de 1992 surgiu uma “minicorrída” bancária, porque se verificava uma diminuição no ritmo de entrada de capitais no país. Ainda que o governo tenha conseguido solucionar esta crise financeira rapidamente e sem grandes custos imediatos, sua política para enfrentá-la foi a de aprofundar ainda mais a dolarização do sistema financeiro, para estimular novamente a entrada de capitais externos. Em consequência, o sistema financeiro tornou-se mais vulnerável à fuga de capitais para o exterior, como ocorreu no caso da crise do “efeito tequila”. De toda forma, nesse momento, a política do governo conseguiu manter a recuperação econômica iniciada em 1991, revertendo as

⁷⁷ Machinea (1997)

expectativas recessivas esperadas para 1993. Contudo, a atividade econômica já não seria impulsionada pelo consumo, que se estabilizaria ao redor de 84% do PIB.

Em 1993 se inicia, portanto, uma segunda etapa na qual as exportações e o gasto público, juntamente com o investimento, tiveram maior importância na expansão da demanda agregada. O déficit comercial continuou alto, de modo que o ingresso de capitais continuou sendo necessário para financiar a conta-corrente. Além disso, com respeito ao nível de consumo, Machinea (1997) destaca o crescimento da relação consumo/produto, que era de 78% na década de 70 e de 80% nos anos 80. Isto implicou uma menor taxa de poupança interna, o que também reforça a importância, neste aspecto, dos capitais externos para manter o investimento. A não-resolução do problema do fechamento do balanço de pagamentos e a persistência de um elevado déficit comercial geraram, constantemente, expectativas negativas com respeito ao fechamento do hiato externo. Portanto, quando, em princípios de 1994, o Federal Reserve Board dos EUA decidiu aumentar sua taxa de juro, geraram-se novamente, entre os agentes, dúvidas com relação ao setor externo. Em meados desse ano este segundo impulso de crescimento havia se esgotado.

Tabela 5.3 - Consumo, Investimento e Demanda Agregada 1981/1995*

Ano	% do PIB			Taxas de variação		
	Consumo	Investimento	Dem. Agregada	Consumo	Investimento	Dem. Agregada
1981-85	79,6	19,3	98,9	-1,7	-10,9	-3,7
1986-90	80,0	16,7	96,7	-0,2	-4,3	-0,9
1991-95	83,3	20,1	103,4	6,6	15,7	8,1
1990	79,7	13,4	93,1	-1,1	-15,2	-3,4
1991	82,5	15,9	98,4	14,3	31,5	16,8
1992	84,8	19,3	104,1	13,3	33,5	16,6
1993	84,3	21,0	105,3	5,7	16,0	7,6
1994	83,1	23,6	106,7	6,9	21,8	9,8
1995	81,7	20,7	102,4	-6,1	-16,3	-8,4

* a preços constantes de 1986.

Fonte: Bonvecchi, Fanelli e Frenkel (1997).

Inicia-se uma nova etapa marcada pelo agravamento da questão externa, com menor entrada de capitais do exterior e uma estagnação do nível de atividade no segundo semestre de 1994. Além disso, haviam ressurgido problemas nas contas públicas. A menor atividade econômica havia gerado a estagnação da arrecadação tributária, fortemente concentrada no Imposto sobre Valor Adicionado (IVA), dado que tanto as exportações como os investimentos gozavam de benefícios tributários. Adicionalmente, duas questões agravaram a posição fiscal: a privatização do Sistema de Seguridade Social (previdência), que eliminou receitas mas não despesas, e a quase conclusão do processo de privatizações. Como consequência, o governo afastou-se significativamente das metas fiscais acordadas com o Fundo Monetário Internacional, culminando com a sua retirada do Acordo de Facilidades Estendidas em outubro de 1994. Portanto, a crise mexicana encontrou a Argentina já numa posição externa vulnerável, agravada por uma deterioração das contas públicas.

5.2.1. O setor externo

No período pós-conversibilidade, a evolução do setor externo esteve marcada por um forte déficit comercial que anunciava a necessidade de realizar algum tipo de ajuste, o que manteve fortes expectativas negativas nos agentes. Um fator fundamental na geração do elevado desequilíbrio comercial com o exterior foi o importante crescimento do consumo e do investimento no período, especialmente nos dois primeiros anos posteriores à sanção da Lei de Conversibilidade. Para isto influiu decisivamente a política de abertura comercial externa, que reduziu fortemente os preços dos bens de consumo durável e de capital. Por outro lado, para o incremento do consumo de duráveis pesou, particularmente, o aumento da compra de automóveis, os quais gozavam de um regime de proteção especial (Bonvecchi et alii, 1997). Além disso, na geração do rápido e importante déficit comercial, teve um papel decisivo a forte sobrevalorização da taxa de câmbio com que se iniciou o Plano de Conversibilidade. Desta forma, num contexto de taxa de câmbio sobrevalorizada e abertura externa, as importações aumentaram mais de 180% entre 1991 e 1992, enquanto as exportações se mantiveram estagnadas.

Tabela 5.4 - Taxas de câmbio real 1985/1991
(índices base julho 1985 = 100)

Período	Taxas de câmbio reais			
	Agropecuário	Industrial	Importação	Livre
Julho-1985 início Plano Austral	100,0	100,0	100,0	100,0
Agosto-1988 início Plano Primavera	95,9	105,8	95,9	81,3
Agosto-1989 início Plano Bunge & Born	99,6	109,0	112,7	96,6
Abril/junho-1990 Média de referencia	82,1	83,2	83,2	70,1
Dezembro-1990 Fim Erman González	49,6	51,4	48,6	41,0
Janeiro-1991	58,3	60,4	57,1	48,2
Fevereiro-1991	64,5	66,2	62,6	52,8
Março-1991	63,9	62,9	59,5	50,1
Abril-1991 início Plano Conversibilidade	68,6	67,2	55,5	50,1

Fonte: Situación Latinoamericana.

A Tabela 5.4 mostra o grau de sobrevalorização cambial no momento em que começou o Programa de Conversibilidade. A taxa de câmbio real para os produtos agropecuários estava mais de 30% acima da do início do Plano Austral, e cerca de 15% acima da média abril/junho de 1990, taxa esta que o governo adotaria como a média de referência de “equilíbrio”. A taxa de câmbio real para os produtos de importação, por sua vez, era quase 45% inferior à do Plano Austral e quase 30% menor que o valor de referência do governo - e 57% superior ao nível da taxa de câmbio para as importações efetuado pela equipe da Bunge & Born. Finalmente, a taxa de câmbio livre se encontrava sobrevalorizada em 50% com respeito ao Plano Austral e em 20% quando comparada ao valor de referência⁷⁸. Machinea (1996) ressalta que, ao começar o Programa de Conversibilidade, um dos

⁷⁸ “El alto superávit comercial había permitido una fuerte revaluación de la moneda en un contexto de flotación sucia. En

objetivos do governo era que o nível dos preços internos se reduzisse 33% durante os primeiros meses, com o que a taxa de câmbio real se aproximaria da taxa de câmbio referencial. Contudo, a taxa de inflação, em especial a dos preços no varejo, diminuiu espetacularmente, mas não desapareceu. Nestas condições, segundo Machinea (1996), aqueles objetivos anunciados pelo ministro Cavallo “converteram-se numa ilusão difícil de cumprir”.

A Tabela 5.5 apresenta a evolução de alguns dos preços chaves da economia. Percebe-se a forte sobrevalorização cambial desde o início do Plano de Conversibilidade. A queda da taxa de câmbio de importação de 10%, somada à sobrevalorização inicial, terá efeitos negativos significativos sobre a atividade industrial interna. A isto se somará o incremento do nível das tarifas reais dos serviços públicos logo depois de privatizados a partir de 1993 - praticamente compensando a queda inicial das mesmas - e a manutenção do nível dos salários reais. Portanto, se percebe que o conjunto destes fatores gerou uma queda no nível dos preços industriais de mais de 25% entre 1991 e 1994. Por sua vez, os serviços privados, que conformam em grande medida o índice de preços ao consumidor, aumentaram fortemente neste período, crescendo mais de 45% com relação a seus valores de abril-junho de 1990.

Tabela 5.5 - Indicadores de preços relativos 1990/1994

	Taxas de câmbio real				Tarifas reais	Salários reais	Preços Industr.	Serviços INPC
	Export. Agrop.	Export. Industr.	Import.	Livre				
abr-jun '90	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1991 març	67,1	66,0	60,1	60,1	92,4	114,8	75,7	123,1
1992	63,6	58,3	52,5	50,8	81,4	103,4	56,0	136,1
1993	62,3	57,6	52,6	48,2	82,7	101,8	50,7	140,0
1994	60,1	55,6	50,7	46,5	87,0	102,5	49,5	143,9

Fonte: Situación Latinoamericana.

Desta maneira, além da sobrevalorização cambial inicial, somaram-se os efeitos de uma taxa de inflação interna superior à dos Estados Unidos, aumentando-se o grau de sobrevalorização. Com efeito, enquanto a taxa de inflação no atacado acumulada desde abril de 1991 até dezembro de 1995 na Argentina foi de 19,1%, nos EUA foi só de 6,2%. No caso do índice de preços a varejo, os valores foram 61,3% e 14,2% respectivamente⁷⁹. Finalmente, ainda que durante a Conversibilidade, em especial no seu início, tenha havido um importante incremento no nível de produtividade da economia (que cresceu mais de 32% entre 1990 e 1994⁸⁰), ele esteve muito longe de solucionar o problema da baixa taxa de câmbio. Desta forma, os efeitos da sobrevalorização cambial se fizeram sentir rapidamente sobre a balança externa.

efecto, después de la fuerte devaluación de comienzos de año (1990), el tipo de cambio nominal había permanecido casi inalterado durante nueve meses. A pesar de la estabilidad del tipo de cambio, la tasa de inflación, que fue de 1960% a lo largo del año, todavía era del 6,2% mensual durante el último trimestre de 1990” (Machinea, 1996).

⁷⁹Dados da inflação nos Estados Unidos, fonte: Fiel.

⁸⁰Dados da produtividade computados como PIB a preços constantes sobre os receptores de rendas. Fontes: Ministério da Fazenda e INDEC.

O vertiginoso aumento das importações é demonstrado pela Tabela 5.6, na qual se observa como as importações passaram de 6% para 17,2% do PIB entre 1990 e 1994, depois de crescer mais de 100% em 1991 e quase 80% durante o ano seguinte. A redução das exportações como proporção do produto reflete sua estagnação diante de um PIB em crescimento. De toda maneira, dada a queda de 12,8% para 9,8% das exportações, o déficit comercial representou, em 1994, 6,7% do produto, uma impressionante mudança tendo em vista que em 1990 o superávit comercial tinha apresentado uma magnitude similar (6,9% do PIB), acumulando-se um déficit de mais de US\$ 12 bilhões entre 1992 e 1994. Por outro lado, o incremento das importações foi acompanhado por uma transformação em sua composição, crescendo fortemente a participação dos bens de consumo no total (Tabela 5.7). Enquanto em 1989 os bens de consumo representavam 4,4% do total de importações, em 1992/93 sua participação chegou a 21%, excluídos os veículos automotores, que tiveram um importante crescimento, chegando a constituir 6,4% das importações em 1994. Desta forma, a recuperação do investimento interno foi estimulada pela abertura, que liberalizou rapidamente a entrada de bens de capital, elevando sua participação para 27,7% do produto em 1994. Isto foi fruto, por um lado, da modernização da capacidade produtiva e, por outro, da sensível queda da produção doméstica de bens de capital, tanto de máquinas como de ferramentas. Quanto aos bens intermediários, observa-se um efeito contrário, já que a queda na indústria de transformação gerou uma baixa nas importações de bens a serem transformados localmente⁸¹.

Tabela 5.6 - Comércio exterior 1990/1995

Ano	Exportações			Importações			Saldo Comercial	
	Milhões US\$	% do PIB*	Var. anual	Milhões US\$	% do PIB*	Var. anual	Milhões US\$	% do PIB*
1990	12352	12,8		4077	5,9		8275	6,9
1991	11978	11,0	-3,03	8275	9,4	102,95	3703	1,6
1992	12237	10,2	2,16	14872	14,3	79,72	-2635	-4,1
1993	13092	9,8	7,04	16784	15,1	12,86	-3692	-5,3
1994	15788	10,5	20,52	21614	17,2	28,77	-5826	-6,7
1995	20963	16,9	32,77	20122	16,2	-6,90	841	0,7

Fonte: Cepal e Bonvecchi, Fanelli e Frenkel (1997).

* preços constantes de 1986.

Tabela 5.7 - Composição das importações (1989/1995)

Ano	Bens de Capital	Bens Intermediários	Combustíveis e lubrificantes	Pecas e acessórios	Bens de Consumo	Veículos automotores
1989	14,8	71,9	8,9	n/d	4,4	0,0
1990	15,6	67,7	7,8	n/d	8,1	0,3
1991	16,8	43,2	5,9	14,7	17,1	2,1
1992	21,0	32,1	2,8	17,6	21,0	5,3
1993	24,5	30,2	2,3	16,7	21,0	5,1
1994	27,7	28,8	2,8	15,7	18,5	6,4
1995	23,6	35,9	4,0	16,8	15,8	3,9

Fonte: INDEC.

⁸¹ A fabricação local de bens de capital em 1993 caiu 26% em relação a 1990, e 65% em relação a 1986. Fonte: UADE.

A intensa recessão de 1990 havia permitido registrar, pela primeira vez desde a crise da dívida externa, um resultado positivo na conta-corrente, basicamente graças ao superávit comercial recorde de US\$ 8,2 bilhões. Mas o forte impacto da combinação do Plano de Conversibilidade com a política de abertura modificou o sinal do saldo comercial. Por outro lado, o Acordo Brady, firmado pela Argentina em 1992, e a queda da taxa de juros internacional permitiram uma diminuição no pagamento de juros ao exterior em 1993. Desta maneira, produziu-se uma importante modificação na origem do déficit em conta-corrente. Enquanto na década de 80 este era explicado principalmente pelo forte saldo negativo na conta de serviços financeiros, compensado parcialmente pelo superávit comercial, na década de 90 o patamar do pagamento de juros ao exterior diminuiu mas o forte déficit comercial ampliou o saldo negativo em conta-corrente.

Tabela 5.8 - Balanço de pagamentos 1991/1995 (bilhões de dólares)

	1991	1992	1993	1994 (a)	1995
A.1. Balança Comercial	4,4	-1,5	-2,4	-4,2	2,2
Exportações	12	12,2	13,1	15,8	21
Importações	7,6	13,7	15,5	20,1	18,7
A.2. Serviços não fatores	-1,5	-2,1	-2,6	-2,8	-2,2
A.3. Serviços fatores	-3,9	-3,5	-3,2	-3,6	-4,6
Juros	-3,1	-2,7	-1,9	-2,3	-2,9
Lucros e dividendos	-0,8	-0,8	-1,3	-1,3	-1,6
A.4. Transferências unilaterais	0,8	0,7	0,4	0,3	0,4
A. CONTA-CORRENTE	-0,3	-6,3	-7,9	-10,3	-4,1
B. CONTA DE CAPITAL	3	9,2	11	10,6	2,1
B.1. Capital de Longo Prazo (1)	4	5	14,9	5,9	6,2
Investimento direto	2,4	4,2	6,3	1,9	2,1
Privatizações	2	3,7	5,7	0,3	1
Outros	0,5	0,5	0,6	1,6	1,1
Empréstimos	1,6	0,8	8,6	4	4,1
B.2. Capital de Curto Prazo (2)	-3,3	3	0	6,1	-4,1
B.3. Financiamento adicional (3)	2,4	1,2	-3,9	-1,4	0
C. VARIAC. RESERVAS INTERNAC.	2,8	2,9	3,1	0,2	-2

Fonte: FMI.

(Elaborado por Meyer 1997).

(1) Inclui Governo Central, provincial e municipal e títulos públicos denominados em moeda estrangeira.

(2) Inclui financiamento de longo prazo para o comércio e erros e omissões

(3) Ajustado para baixo em US\$ 7,6 bilhões, em 1991, em US\$ 6 bilhões, em 1992, e em US\$ 3,8 bilhões em 1993 por excluir colocações compulsórias.

(a) Os dados a partir de 1994 sofreram alterações metodológicas e por isso não são estritamente comparáveis com o período anterior.

O superávit comercial entre 1982 e 1989 foi de US\$ 26 bilhões, o que não impediu que o déficit em conta-corrente fosse US\$ 18,2 bilhões⁸². Em contraste, o déficit anual médio em conta-corrente entre 1991 e 1995 foi de mais de US\$ 7 bilhões, mas acompanhado por um déficit comercial anual de US\$ 1,5 bilhões⁸³. O déficit em conta-corrente entre 1992 e 1994 foi de quase US\$ 25 bilhões, sendo o

⁸² Dados de Fanelli e Machinea (1994).

⁸³ Dados de Bonvecchi, Fanelli e Frenkel (1997). Estes dados diferem um pouco dos da Tabela 5.8, porque provêm de fontes oficiais, enquanto os dados da Tabela 5.8 têm origem ao FMI (tomados de Meyer, 1997). Contudo, como o governo argentino modificou a apresentação e os valores do balanço de pagamentos, é difícil encontrar uma série completa para o período 1990/95.

máximo registrado em 1994. A Tabela 5.8 mostra, além disso, que o pagamento de juros caiu depois do Plano Brady em 1992, para US\$ 1,9 bilhões em 1993. Porém, o déficit comercial cresceu US\$ 900 milhões. Finalmente, a Tabela 5.8 destaca a importância que tiveram os capitais de curto prazo no período, somando mais de US\$ 9 bilhões. Isto contrasta radicalmente com o sucedido em 1995, a partir da crise mexicana, com a retirada de mais de US\$ 4 bilhões. Na realidade, no ano de 1995, a situação volta a ser parecida com aquela ocorrida na década anterior, com a queda da magnitude do déficit em conta-corrente para US\$ 4 bilhões, graças ao impacto gerado pelo reaparecimento de um superávit comercial - pela primeira vez desde 1991 - de US\$ 2,2 bilhões, um aumento (ainda que leve) na conta de serviços financeiros e uma queda no superávit da conta de capital.

Portanto, após a implementação do Plano de Conversibilidade o saldo da conta-corrente tornou-se crescentemente negativo. Por esta razão, a entrada de capitais foi fundamental para o fechamento do balanço de pagamentos e também para a manutenção da credibilidade no programa econômico. Na realidade, a entrada de recursos foi tão importante que não só possibilitou compensar o déficit em conta-corrente, como também permitiu a acumulação de mais de US\$ 11 bilhões em reservas internacionais entre 1991 e 1994. Em consequência, o comportamento da conta de capital também se modificou radicalmente na década do 90 em relação à década passada: *“there was a marked increase in the amount of inflows in the present decade as compared to the debt - crisis period. The annual average surplus in the capital account in the nineties is about three times the average in the eighties. Annual inflows grew from 3 billion in 1981 - 90 to 9 billion in 1991 - 95”* (Bonvecchi et alii, 1997). Por outro lado, verifica-se uma modificação na composição da estrutura dos capitais que ingressaram no país: *“the characteristics of the flows in terms of their composition contrast sharply. [...] the main source of credit in the eighties was compensatory financing while in the nineties, almost all capital inflows have been voluntary, reflecting the change in the international scenario... systematic tendency for the economy to substitute market - determined for compensatory finance between 1991 and 1994. In fact, in 1993, when autonomous capital inflows peaked, the flow of compensatory finance was negative, since the country was repaying its outstanding compensatory loans. The most important sources of voluntary funds were trade credit, foreign direct investment (privatization) and repatriation of capital”* (Bonvecchi et alii, 1997). A Tabela 5.9, elaborada por Bonvecchi et alii, (1997), reflete a marcada transformação na origem do capital que ingressou no país. Como afirmaram esses autores, na década passada os capitais eram somente compensatórios, uma vez que os capitais autônomos eram quase nulos. A partir do Plano de Conversibilidade, o ingresso dos capitais autônomos foi de quase US\$ 10 bilhões ao ano, em média. Já os capitais compensatórios foram negativos em US\$ 600 milhões.

A Tabela 5.9 também mostra duas questões referentes à poupança interna. Por um lado, esta taxa não aumenta no período do Programa de Conversibilidade, permanecendo em 15% do PIB entre 1990 e 1995, chegando até mesmo a cair para 12,5% do PIB no período entre 1991 e 1992. Por outro lado, este

nível é significativamente inferior ao registrado entre 1981/85 (18% do PIB). Também se observa que o setor público deixou de ser um demandante de poupança a partir de 1991. Em contraste, a poupança externa começa a subir vigorosamente depois de 1991, chegando a mais de 5% do PIB em 1994, após ter sido negativa em 1990. Vale dizer, produzem-se duas importantes modificações no período do Plano de Conversibilidade: (i) o setor externo incrementa sua participação no financiamento da atividade econômica, o que corresponde, simultaneamente, à entrada de capital autônomo; (ii) o setor público deixa de demandar recursos do setor privado doméstico, o que, como se verá, terá uma importante influência sobre a expansão do sistema financeiro interno no período.

Tabela 5.9 - Fluxo de capitais e taxas de poupança nacional e externa 1981/1995:

Período	Movimentos de Capitais*		Poupança Nacional **			Poupança Externa **
	Compensatórios	Autônomos	Total	Privado	Governo	
1981-85#	2.832	-344	18,1	24,8	-6,7	2,2
1986-90#	2.348	1.194	14,8	18,6	-3,8	1,5
1991-95#	-645	9.654	13,9	14,0	-0,1	3,5
1990	2.072	-1.11	15,2	17,8	-2,6	-2,0
1991	1.109	3.574	12,8	14,5	-1,7	1,5
1992	898	9.027	12,4	12,4	0,0	3,9
1993	-7.542	20.606	14,0	12,8	1,2	4,3
1994	810	11.137	15,0	14,8	0,2	5,2
1995	1.5	3.927	15,1	15,1	0,0	2,6

média anual.

* milhões de dólares

** % do PIB a preços correntes.

Fonte: Bonvecchi, Fanelli e Frenkel, 1997.

A partir de 1993, a continuidade da entrada de poupança externa torna-se crucial porque, diante da estagnação do dinamismo do consumo, o investimento requer poupança externa para compensar a ausência de uma significativa recuperação da poupança nacional, como destaca Machinea (1996): *“sin embargo, a dos años del inicio de la convertibilidad, parecía cada vez más evidente que el tipo de crecimiento impulsado por el consumo era insostenible. La tasa de ahorro que era de 16.1% del PBI en 1990, se redujo a 13.5 y 13.3 como porcentaje del producto en 1991 y 1992 respectivamente. Por lo tanto, el incremento de la tasa de inversión que pasó de 14% del PBI en 1990 a 16.7% en 1992 (18.2% en 1993), se financiaba en forma creciente con ahorro externo. Por otra parte, en el primer trimestre de 1993, la economía se acercaba rápidamente a un agotamiento de la capacidad ociosa, por lo que sostener una tasa de crecimiento razonable exigía de un aumento en la tasa de inversión y, en vista de la creciente y excesiva importancia del ahorro externo, en el ahorro de origen interno. Este era probablemente uno de los principales desafíos del programa económico: como aumentar el ahorro doméstico sin que la economía perdiera su dinamismo, en especial teniendo en cuenta que hasta ese momento las exportaciones no mostraban síntomas de recuperación”*.

A falta de resolução da questão da dependência do plano econômico em relação aos recursos externos, juntamente com a continuidade do elevado saldo comercial negativo, tornaram-se fundamentais para explicar a geração de expectativas negativas quanto à evolução da economia argentina em meados de 1992, quando o ritmo de atividade econômica começou a desacelerar-se. Este quadro desembocaria na “minicorrída” de novembro de 1992 e no início do segundo período do Plano de Conversibilidade, que se caracterizaria pelo aumento da ação governamental para manter o nível de atividade, como já se comentou anteriormente.

A Tabela 5.10 analisa com mais detalhe a conta de capital na década de 90⁸⁴. Em primeiro lugar, observa-se que a conta “Outros”, tradicionalmente veículo de fuga de capitais - juntamente com a conta de comércio exterior (Fanelli e Damill, 1993) -, cresce substancialmente desde o Plano de Conversibilidade, somando quase US\$ 10 bilhões em 1992/94, o que é uma indicação da profundidade do processo de repatriação de capital. Por outro lado, surge com velocidade a colocação de títulos no exterior por parte do setor privado, devido às mudanças institucionais que incentivaram o desenvolvimento de um mercado de obrigações negociáveis e a ampliação da bolsa interna no contexto do ingresso de capitais privados. Também o setor público colocou bônus no exterior. Especificamente, no mercado de Eurobônus as empresas privadas colocaram US\$ 1,1 bilhão, a prazos que flutuavam entre 1,5 e 5 anos, e o Estado colocou o “República Argentina” (US\$ 300 milhões) e o “República 2” (US\$ 250 milhões) - dados de Fanelli e Damill (1993). No total, a colocação de títulos no exterior por parte do setor privado chegou a representar mais de US\$ 4,5 bilhões em 1993, e quase US\$ 8 bilhões em 1992/94.

No conjunto do programa de privatizações ingressaram quase US\$ 13 bilhões entre 1991 e 1993. A importância desta rubrica na entrada de recursos do exterior é alta, representando 40% do total de capitais que entraram no país no período citado, ressaltando o papel estratégico das privatizações no fechamento das contas externas. Sua influência positiva se deve, basicamente, a dois fatos: impulsionar a entrada de recursos externos e permitir a aquisição dos ativos públicos com títulos de dívida externa, combinação esta que reduziu o nível da conta de serviços financeiros, favorecendo a conta-corrente⁸⁵. Finalmente, deve-se ressaltar a regularização das relações do governo com os credores externos logo depois de firmado o Acordo Brady, em meados de 1992. O peso da acumulação dos atrasos do serviço

⁸⁴ Mesmo que os valores anuais da conta de capital da Tabela 5.9 não coincidam com os da Tabela 5.10, em termos acumulados para o período 1991/ 94, são próximos - US\$ 39.619 milhões e US\$ 39.261, respectivamente. Por sua vez, os dados da Tabela 5.8 são menores (US\$ 33, 8 bilhões) porque provêm do FMI.

⁸⁵ “*Sintéticamente, el impacto de las privatizaciones sobre el sector externo es el siguiente: al principio hay un ingreso de capitales (por parte de la transferencia que se paga en efectivo) y una ‘suspensión’ de los pagos al exterior por todo el tiempo durante el cual los nuevos consorcios privados financian los planes de inversión con utilidades retenidas. Pero más adelante, si no ha habido otros cambios en la economía que consoliden el mejor clima de confianza inicial, si bien se presenta un ahorro en el servicio de la deuda, las utilidades netas comienzan a remitirse al mismo tiempo que se resienten las exportaciones netas del país como consecuencia de los cambios en los precios relativos. En este caso, el financiamiento transitorio se agota y la posición externa se deteriora, demandando eventualmente un ajuste en el tipo de cambio real*” (Gerchunoff e Torre, 1996).

da dívida externa sobre o resultado da conta de capital, particularmente na geração de expectativas negativas, desaparece por completo com o refinanciamento do endividamento. Além disso, o governo amortizou dívida acumulada com o FMI e com o Clube de Paris.

Tabela 5.10 -Itens do Balanço de Pagamentos 1990/1994 (milhões de dólares)*

	1990	1991	1992	1993	1994
Conta de capital	-4350	7232	3006	17544	11479
Setor público	-581	974	-5688	3624	2706
Operações do Governo Nacional e SPNF	-775	786	-5592	3585	2737
Títulos e empréstimos do Governo	-240	334	197	2071	2983
Empréstimos de organismos internacionais	416	369	-126	2039	-2
Investimento de dívida externa	-755	-16	-1241	0	0
Setor privado	-3769	-8206	8694	13920	8773
Investimentos diretos	305	465	518	587	677
Privatizações	1531	1974	3661	5718	605
Títulos do setor privado	3	690	1946	4530	1447
Outras operações do Setor Privado	-5608	-11335	2569	3085	6044
Variação das reservas internacionais	679	-7616	-3392	10299	1634
Financiamento do Balanço de pagamentos	-679	7616	3392	-10299	-1634
Ativos de reservas (aumento -)	-3566	-2728	-3826	-4834	-538
Ouro, divisas e colocações	-2894	-2261	-4352	-3976	-503
Empréstimos do FMI	510	-471	1231	1596	875
Amortizações do FMI	-695	-987	-1100	-382	-415
Operações do Governo Nacional e SPNF	3473	10814	7580	-7283	-1400
Outros títulos do Governo Nacional	-113	8447	6373	4810	-1512
Financiamento Clube de Paris	908	1122	1000	1114	904
Amortização Clube de Paris	-536	-425	-676	-702	-554
Atrasos	2050	1644	872	-9276	0

Fonte: INDEC (1995). *São apresentadas as principais contas. A tabela não está completa, motivo pelo qual as contas "não fecham".

Em síntese, no período 1991-1994, o setor externo não foi um fator de desequilíbrio macroeconômico. A conta comercial, num contexto de forte sobrevalorização cambial combinada à rápida abertura externa, teve um elevado saldo negativo. Este resultado se somou ao déficit na conta de serviços financeiros, gerando um significativo déficit de conta-corrente, ainda que o peso da conta financeira tenha sido menor do que na década de 80, devido à queda na taxa de juro internacional e à reprogramação da dívida externa, vinculada aos acordos do Plano Brady, em 1992. Por outro lado, ocorreu neste período uma entrada muito importante de capitais externos que não só permitiram cobrir o déficit em conta-corrente, como também possibilitaram uma importante acumulação de reservas por parte do governo. Nesta entrada de capitais influíram decididamente a política de privatizações, bem como a aparição do crédito comercial vinculado ao aumento das importações e a repatriação de capitais. Contudo, era evidente que este equilíbrio era precário, uma vez que o déficit comercial não diminuía e, diante de uma queda na entrada de capitais, reaparecia um desequilíbrio no setor. Desta forma, a evolução do setor externo se manteve como um fator constante de incerteza, o que, indubitavelmente,

influiu na rápida deterioração do balanço de pagamentos depois da crise financeira internacional de 1995.

5.2.2. O Setor financeiro

A entrada de capitais privados teve profundas repercussões sobre o sistema financeiro doméstico, uma vez que permitiu ao mesmo se expandir fortemente durante o período de conversibilidade. Para isto contribuiu o fato de o governo ter implementado uma série de medidas que tiveram o objetivo de alterar substancialmente suas características. Do mesmo modo, as transformações institucionais no mercado cambial e no mercado de capitais - voltadas prioritariamente à desregulamentação do sistema financeiro e à diminuição de seus custos de transação - melhoraram os mecanismos de transmissão entre os fluxos externos e as transações financeiras domésticas. Por outro lado, a maior integração financeira, o aumento da quantidade e a maior diversidade de papéis financeiros, somados à diminuição da instabilidade macroeconômica, levaram a uma sensível diminuição do risco-país, o que incentivou a entrada de capitais (Fanelli e Damill, 1993). Uma das implicações mais importantes das reformas introduzidas pelas regulamentações para a captação de depósitos em dólares foi permitir o desenvolvimento de um segmento dolarizado do sistema financeiro doméstico, com a subsequente criação de "argendólares". Adicionalmente, o sistema financeiro doméstico recebeu o impulso de um processo de repatriação de capitais. A contrapartida do aumento dos depósitos em pesos e argendólares foi uma espetacular expansão da oferta de crédito, e isto se associou fortemente à expansão da demanda efetiva e ao crescente déficit na conta comercial externa, associado ao aumento da absorção doméstica.

Contudo, o fortalecimento do sistema financeiro interno dependia de que fosse solucionada a causa fundamental da geração do hiato financeiro da década de 80: a inconsistência entre as elevadas necessidades de financiamento do setor público e a reduzida oferta voluntária de fundos emprestáveis por parte do setor privado, que Rozenwurcel e Fernández (1993) explicam da seguinte forma: "*Lo primero se debió al fuerte aumento de los déficits fiscales, generado en gran medida por los mayores compromisos con el exterior y al racionamiento de los mercados financieros internacionales a partir de la crisis de la deuda. Lo segundo estuvo asociado a la drástica disminución del ahorro privado, inducida por la fuerte caída en el ingreso disponible, como así también al significativo cambio de su composición en favor de los activos externos*". Desta maneira, os autores observam que boa parte das dificuldades enfrentadas pelo sistema financeiro interno, bem como o racionamento do crédito experimentado pelo setor privado, estão estreitamente vinculados ao excesso de demanda de fundos emprestáveis gerado pelo governo, com efeitos desestabilizadores sobre o mesmo. Por outro lado, o objetivo do setor público de complementar suas altas demandas financeiras através da utilização do imposto inflacionário, desembocou, como observa Machinea (1996), na possibilidade de saltos inflacionários gerados por desvalorizações, além do risco de expropriações diretas devido às medidas

governamentais. Por isso, afirma o autor, “*no sólo es importante que la tasa de ahorro sea muy baja en Argentina, sino que sólo muy pocos de esos ahorros son canalizados a través del sistema financiero institucionalizado*” (Machinea, 1996).

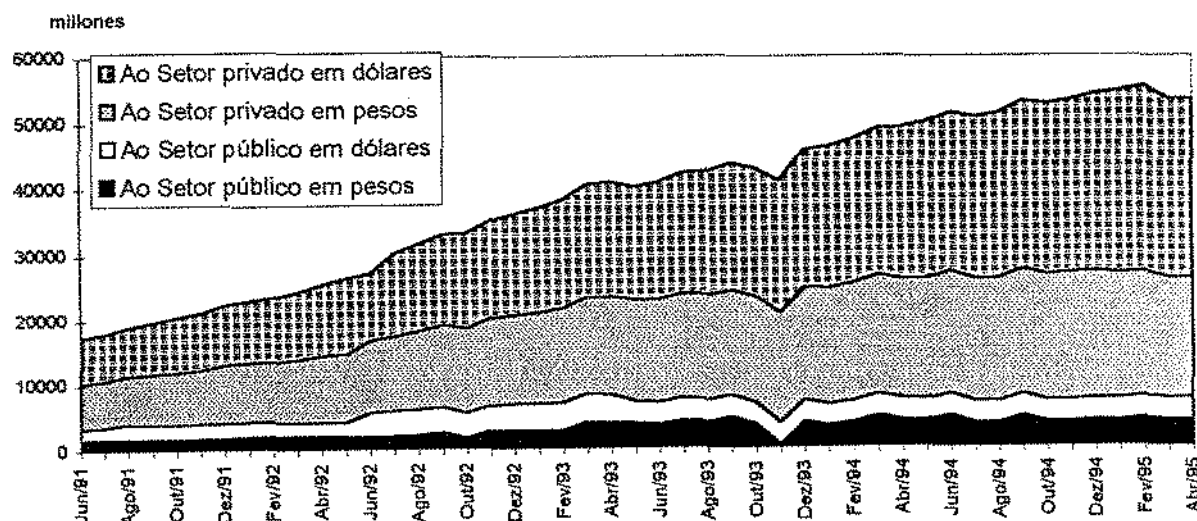
Desta maneira, na década passada, a instabilidade inflacionária influenciou decididamente na geração de uma forte queda na demanda de ativos internos, que Rozenwurcel e Fernández (1993) consideram tão importante como o desequilíbrio fiscal na determinação do desequilíbrio financeiro da Argentina; *ceteris paribus* o déficit fiscal, quanto menor a demanda por dinheiro maior o desequilíbrio medido pela relação déficit/M1. Portanto, o fortalecimento do sistema financeiro exigia a reversão do processo de desmonetização da economia. Além do mais, embora o processo de desmonetização permanecesse desde o modelo anterior, salvo algumas exceções, este agravou-se com a crise da dívida numa magnitude tão importante que Machinea (1996) o classifica de estrutural, porque persistiu durante toda a década de 80. Verificou-se, inclusive, durante os breves períodos de estabilidade em que o coeficiente de liquidez tendeu a aumentar, que a demanda por dinheiro, para iguais taxas de inflação, continuava diminuindo (Rozenwurcel e Fernández, 1993).

A contraface do processo de desmonetização foi uma crescente dolarização da economia, refletindo uma mudança estrutural de portfólios e afetando negativamente a relação crédito/produto. Deste modo, nas circunstâncias geradas pela crise da dívida externa, as características e as causas do hiato financeiro exigiam, para sua superação e para o fortalecimento do sistema financeiro interno, a satisfação de três requisitos principais: um ajuste fiscal sustentável, a reversão do processo de desmonetização e a normalização das relações do país com seus credores externos (Rozenwurcel e Fernández, 1993). Em relação ao nível de monetização da economia argentina, devem ser ressaltados os efeitos sobre o mesmo do Plano Bonex, implementado em fins de 1989. Embora esse Plano tenha praticamente eliminado o déficit quase fiscal porque “*reprogramó compulsivamente la deuda pública interna mediante el canje forzoso de la mayor parte de los depósitos del sistema financiero (que constituían básicamente financiamiento de corto plazo al sector público, dados los elevados encajes e indisponibilidades impuestas por el BCRA) y de los títulos públicos a corto plazo en moneda interna por Bonos Externos (títulos públicos a 10 años)*” (Rozenwurcel e Fernández, 1993), ele reduziu o nível de monetização a “sua expressão mínima”. A relação entre M1 e o produto em 1990 foi de apenas 2,5%, e a de M3, foi de 5,5% (dados de Bonvecchi et alii, 1997).

A partir da Lei de Conversibilidade, o setor público deixou de ser um importante demandante de recursos junto ao sistema financeiro interno. A notável recuperação na arrecadação tributária e a política de privatizações permitiram uma sensível melhora nas contas públicas. A política de privatizações, em especial, influenciou na solução do déficit fiscal reduzindo despesas e permitindo uma importante entrada de recursos para o Estado. O sistema financeiro doméstico, por sua vez, se beneficiou com esta estratégia

fiscal porque a política de privatizações constituiu um estímulo básico à entrada de recursos externos. Finalmente, o pequeno déficit fiscal remanescente, especialmente a partir de 1994, foi financiado com crédito obtido junto ao mercado internacional. Como se pode ver no Gráfico 5.1, a importante expansão no volume de empréstimos concedidos pelo sistema financeiro doméstico teve como destino o setor privado.

Gráfico 5.1. Empréstimos do Sistema Financeiro 1991/1995



Fonte: Ministerio de Economía (Ministério da Fazenda).

Quanto à normalização das relações financeiras externas, ao assumir, o governo manifestou sua intenção de retomar o contato com o FMI, após a moratória de 1988. O governo começou a pagar parte dos atrasos acumulados à medida que estabelecia negociações com os organismos multilaterais. Em meados de 1991, após intensas negociações, chegou-se a um acordo com o FMI - o qual foi de fundamental para a confiança no Plano de Conversibilidade - que permitiu, subsequente, a liberação de fundos já negociados por parte do Banco Mundial. Com o acordo do Plano Brady, em 1992, as relações financeiras da Argentina com o exterior se normalizaram, sobretudo em função da reprogramação da dívida externa e do pagamento dos compromissos atrasados⁸⁶. Este passo foi fundamental porque a estratégia do governo Menem para reverter a desmonetização e expandir o sistema financeiro consistiu em incentivar a expansão do segmento dolarizado, em vez de evitar a profunda dolarização da economia argentina. Ainda que para esta estratégia tenha sido fundamental a Lei de Conversibilidade de abril de 1991, na realidade, o processo já tinha começado anteriormente através das várias medidas sancionadas.

⁸⁶ Os atrasos nos pagamentos dos compromissos financeiros com o exterior eram "a fonte" da qual o setor público conseguia obter poupança externa na década passada: "Dada su alta magnitud, tanto el sector privado como el resto del mundo, han sido los generadores netos de fondos prestables en partes iguales. Pero mientras el aporte privado tendió a disminuir desde mediados del decenio, el ahorro externo se mantuvo relativamente estable en todo el periodo. Sin embargo, este fue de carácter no voluntario, es decir, provino de los aportes de organismos multilaterales y de la refinanciación más o menos forzosa de los intereses y amortizaciones que el país no estuvo en condiciones de pagar." (Rozenwurcel e Fernández, 1993).

As transformações no sistema financeiro doméstico se iniciaram com a Lei de Reforma do Estado, que estabeleceu as bases legais do processo de privatização de empresas públicas com base no instrumento de capitalização da dívida externa; e com a Lei de Emergência Econômica, que estabeleceu a igualdade de tratamento para o capital nacional e o estrangeiro que investisse em atividades produtivas no país, eliminando, assim, as normas que estabeleciam a necessidade de aprovação prévia para o ingresso de investimento direto estrangeiro. Depois, a Lei Nº 23.578/1989 outorgou maior segurança jurídica ao regime de captação de depósitos em divisas, pelo fato de obrigar a que as entidades financeiras devolvessem os depósitos nas mesmas moedas em que estes fossem recebidos, impedindo que o Banco Central pudesse dispor desses recursos. Posteriormente, em 1992, o governo sancionou uma Lei de Olvido Fiscal (anistia), visando incentivar a repatriação do capital evadido do país, para que os agentes declarassem seu investimentos financeiros (e reais) no exterior e suas posses em moeda estrangeira no país. O Banco Central completou as medidas para permitir a dolarização do sistema financeiro doméstico mediante uma série de normas (*Comunicação "A" 1493 de julho de 1989 e "A" 1820 de março de 1991*), as quais foram complementadas com outras normas cujo objetivo era a liberalização do mercado cambial (*Comunicação "A" 1589 de dezembro de 1989 e "A" de abril de 1991*).

Neste contexto, a aprovação da Lei de Conversibilidade beneficiou claramente a colocação de capitais externos no sistema financeiro doméstico, dado que, como afirma Machinea (1996), *"la fijación del tipo de cambio mediante una ley resultó ser un elemento clave favorable al ingreso de capitales"* e legalizou os contratos em moeda estrangeira. Depois, em novembro de 1991, o Decreto de Desregulamentação liberalizou o mercado de capitais, com o objetivo de permitir a redução dos custos de intermediação através de operações no mercado de valores (eliminou-se o imposto sobre transferência de Títulos ou Valores e liberaram-se as comissões dos intermediários). Com estas medidas, completou-se a desregulamentação do mercado externo de divisas num nível tal que, segundo Fanelli e Machinea (1994), *"there are now no restriction on buying and selling foreign currencies. Indeed, the lack of controls is so marked that there are even no reliable records of operation that take place in the foreign exchange market. In such a context, there is practically no cost for entering and exiting the market"*.

Finalmente, o novo contexto financeiro foi concluído mediante a aprovação de uma nova Carta Orgânica do Banco Central (Lei Nº 24.144, de setembro de 1992), tornando-o independente dos demais setores oficiais e visando garantir uma maior transparência em seu funcionamento. Para tanto, foram suprimidas as garantias oficiais dos depósitos; proibido o financiamento monetário do déficit do setor público; e estabelecidos severos limites tanto no que tange à colocação de bônus públicos do Banco Central quanto na concessão de redescontos aos bancos comerciais. Mas o aspecto fundamental que se destaca nesta lei é o de ter limitado seriamente a capacidade de atuação do Banco Central diante de um contexto de emergência financeira. Este ponto é enfatizado por Machinea (1996): *"es de especial*

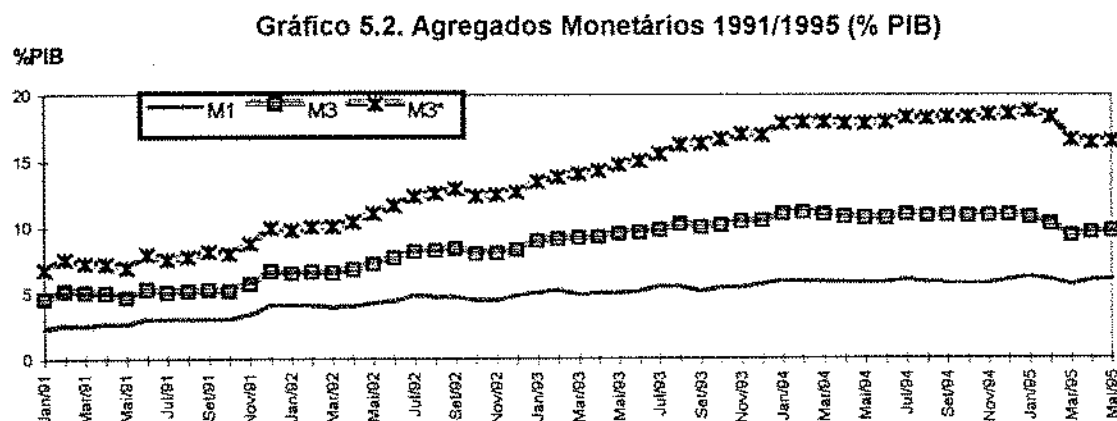
importancia señalar que la nueva ley restringió significativamente el papel de 'prestamista de última instancia' de las autoridades monetarias. Asimismo, la ley no incluía ninguna disposición que permitiera al Banco Central adoptar medidas discrecionales en caso de una situación de peligro en el sistema financiero [...] Es cierto que conforme a la Ley de Convertibilidad no existe demasiado espacio para que el Banco Central actúe como 'prestamista de última instancia'. Sin embargo, la nueva ley que regula el accionar del Banco Central fue más allá de los límites impuestos por la convertibilidad"⁸⁷. De acordo com Rozenwurcel e Fernández (1993), o governo baseou suas medidas reformistas para o mercado financeiro na premissa de que, em função das mudanças internas e externas da última década, a livre mobilidade de capitais tinha se convertido num fenômeno praticamente irreversível. Como consequência, configurou-se na Argentina um sistema financeiro que se encontrava numa posição muito vulnerável diante das mudanças negativas no mercado de capitais externos, como as ocorridas em 1995.

Desta maneira, de acordo com Rozenwurcel e Fernández (1993), *"la estrategia apunta a captar una mayor proporción del ahorro interno, ofreciendo activos financieros que resulten más próximos del dólar, sea bajo la forma de pesos con 100% de respaldo en divisas, sea bajo la forma de 'argendólares', para de ese modo expandir la capacidad prestable del sistema financiero local"*. O comentário destes autores é referendado por Machinea (1996) que, após destacar a ausência de qualquer faculdade por parte do Banco Central para atuar discricionariamente, conclui que: *"esto, junto con los muchos pronunciamientos públicos sobre la materia, demuestran que las autoridades estaban convencidas de que el mercado resolvería cualquier problema que pudiera surgir en el sistema financiero"*. Com relação a esta questão, Machinea e Fanelli (1994) ressaltam que *"la ausencia de instrumentos en manos de las autoridades podría conducir a una situación de una grave inestabilidad financiera si el nivel de fragilidad financiera de instituciones de mediana o gran envergadura alcanzara un punto crítico"*. Portanto, as características assumidas pelo sistema financeiro doméstico com as medidas reformistas aumentaram os riscos de uma crise sistêmica, uma vez que o mesmo apresentava problemas; devido à ausência de poderes por parte das Autoridades Monetárias para intervir no mercado. Contudo, como se verá adiante, em dezembro de 1994, depois da crise mexicana, o governo foi obrigado a suspender sua auto-imposição de não intervir no sistema financeiro.

Em suma, o sistema financeiro argentino configurado na década de 90 depende crucialmente da disponibilidade de recursos externos. Portanto, ele é extremamente vulnerável a qualquer reversão inesperada na entrada de capitais. Contudo, ainda que isto só tenha ficado bastante claro no momento da

⁸⁷ *"Ello, junto con las modificaciones en la Ley de Entidades financieras y la eliminación del Instituto de la garantía de los depósitos, generaba un sistema financiero sin red de seguridad. En este sentido las autoridades del Banco Central fueron muy enfáticas: a partir de ese momento las entidades financieras no tendrían 'privilegios' sobre el resto de las unidades económicas; es decir que a partir de ese momento la entidad financiera que tuviera dificultades debería resolver su problema sin la asistencia del Banco Central. Esta concepción se convirtió en una de las principales debilidades del Programa de Convertibilidad: a partir de ese momento no sólo resultaría imposible licuar los pasivos de las entidades financieras mediante el expediente de la devaluación en caso de un problema de solvencia, sino que también se hacía*

crise do “efeito tequila”, já desde meados de 1994 a desaceleração da atividade econômica e a deterioração da posição fiscal, ao gerarem expectativas negativas, apontavam para complicações no setor financeiro. Adicionalmente, o forte déficit comercial constituiu um elemento que aumentava a incerteza sobre a disponibilidade de recursos financeiros externos na magnitude exigida pela economia argentina.



O conjunto destas medidas permitiu uma rápida e importante remonetização (Gráfico 5.2), particularmente do maior agregado monetário da economia argentina, M3*, que incluía os depósitos no sistema financeiro interno tanto em moeda nacional como em dólares. Contudo, como observam Rozenwurcel e Fernández (1993), “*si bien la remonetización inducida por el Plan de Convertibilidad fue rápida y muy significativa, el punto de partida, hiperinflación mediante, fue excepcionalmente bajo y los coeficientes de liquidez de la economía todavía se encuentran muy por debajo de los observados no sólo en los países industrializados, sino también en otras economías de similar nivel de desarrollo, e incluso son bastante inferiores a los alcanzados en el país antes de la crisis financiera de principios de los ochenta*”. Também Machinea (1996) sustenta esta mesma visão e, inclusive, acrescenta que “*aún cuando la remonetización fue muy importante, el nivel de los agregados monetarios respecto al PBI estaba mostrando cierto problema de credibilidad. En realidad, hacia fines de 1994, luego del periodo de mayor estabilidad en los últimos cuarenta años, la relación M3 - PBI era sólo del veinte por ciento, una relación substancialmente menor que la de países con tasas de inflación similares o aún más altas*”. Desde o Plano de Conversibilidade, para a medição dos coeficientes monetários, é adotada uma definição de moeda que inclui os depósitos em dólares no sistema financeiro doméstico, dado que, como afirmam Rozenwurcel e Fernández (1993), na Argentina “*se ha configurado un sistema financiero bimonetario [...] por lo que una medida más adecuada de los recursos monetarios totales debe incluirlos*”. Na realidade, observa Machinea (1996), “*é esta profunda dolarização do sistema financeiro o que diferencia este processo de remonetização de programas similares implementados no passado, o que lhe confere um traço distintivo*”.

Tabela 5.11 - Depósitos no sistema financeiro doméstico 1991/1995

	Em Pesos	Em Dólares	TOTAL	Pesos/ Total (%)	Dólares/ Total (%)
jan-91	4247	3005	7252	59	41
abr-91	5664	3687	9351	61	39
dez-91	8098	6560	14659	55	45
abr-92	9839	8201	18039	55	45
dez-92	13790	10936	24726	56	44
abr-93	16300	12809	29109	56	44
dez-93	19964	18092	38056	52	48
abr-94	21244	20019	41263	51	49
dez-94	22043	22986	45029	49	51
abr-95	18477	20183	38660	48	52

Fonte: Carta Económica. Dados em milhões.

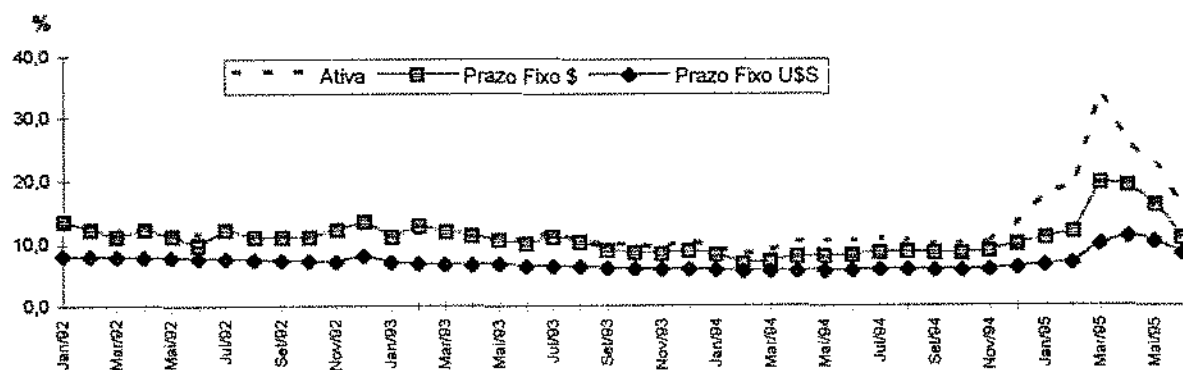
Dadas as novas características do sistema financeiro interno, a entrada de capitais, juntamente com a acumulação de reservas internacionais por parte do Banco Central, permitiu uma notável expansão deste mercado. A transformação do sistema financeiro doméstico depois do Programa de Conversibilidade foi realmente assustadora e se converteu num instrumento essencial utilizado pelo governo para expandir o nível de atividade econômica⁸⁸. Os depósitos totais passaram de menos de US\$ 10 bilhões, no início do Plano de Conversibilidade, em abril de 1991, para mais de US\$ 41 bilhões, três anos depois (Tabela 5.11). Neste período, os depósitos totais em moeda nacional elevaram-se de US\$ 5,6 bilhões para mais de US\$ 21 bilhões, enquanto as aplicações em dólares no sistema financeiro interno aumentaram de US\$ 3,6 bilhões para US\$ 20 bilhões. Em suma, entre janeiro de 1991 e dezembro de 1994, antes da crise externa do “efeito tequila”, o volume de depósitos em pesos quintuplicou, enquanto os depósitos em dólares aumentaram em mais de sete vezes. Concomitantemente à expansão do sistema, observa-se o aprofundamento da participação dos depósitos em dólares no sistema financeiro, a partir do final de 1993. Ao iniciar-se o Plano de Conversibilidade, a participação dos depósitos em moeda nacional representavam 61% do total. Contudo, ao final de 1991, essa participação já havia diminuído 6%. Em 1993 observa-se uma importante agudização da dolarização do sistema financeiro, dado que os depósitos em dólares passam a representar 48% do total. Quando do início da crise financeira do México, em dezembro de 1994, o segmento dolarizado já era superior ao de moeda nacional.

Por outro lado, a diminuição do risco-país (ver Tabela 5.2) e a queda das taxas de juro internacionais permitiram que as taxas de juro internas fossem fortemente reduzidas. A taxa de juro ativa para 30 dias passou de mais de 200%, em março de 1991, para cerca de 15%, quando do início do Plano de Conversibilidade e até meados de 1994 (Gráfico 5.3). Esta forte queda das taxas de juro internas influiu positivamente na recuperação da atividade econômica. Além do mais, este movimento

⁸⁸ Isto é ressaltado por Machinea (1996): “las autoridades económicas fueron claramente procíclicas: no sólo no pusieron restricciones a la entrada de capitales sino que además redujeron los encajes, potenciando de esa manera el crecimiento

diferenciou o Programa de Conversibilidade dos planos anteriores de estabilização: “la evolución de las tasas pasivas mostraba otra diferencia respecto de otros programas de estabilización con fuertes desequilibrios en la balanza comercial. En efecto, mientras otros programas de estabilización con éstas características - el ejemplo más evidente es el período 1978 - 81 en Argentina, Chile y Uruguay - mostraban un aumento de las tasas reales de interés, vía el impacto en las expectativas de devaluación, a medida que el desequilibrio en el sector externo aumentaba, la tasa de interés durante la convertibilidad muestra una continua disminución” (Machinea, 1996). No entanto, durante 1994, observa-se um incremento gradual das taxas de juro, particularmente em moeda nacional. Este comportamento reflete uma conjuntura de maior incerteza com relação ao sistema financeiro nacional e à possibilidade de continuidade do Plano de Conversibilidade.

Gráfico 5.3. Taxas de Juros 1992/1995



Fonte: Carta Económica.

A acentuada dolarização do sistema financeiro toma-se mais clara quando se observa a distribuição dos depósitos (Tabela 5.12). Parece claro que a preferência dos agentes é manter em pesos os depósitos à vista, e em dólares os de maior prazo. No início do Plano de Conversibilidade, os depósitos a prazo fixo em moeda local constituíam 22% do total de depósitos, ao passo que as aplicações em Caderneta de Poupança representavam 19%. Por sua vez, em dólares estas classes de depósitos correspondiam a 30% e a 3%, respectivamente. Os depósitos à vista em moeda estrangeira situam-se em 7%, e os em pesos, em 19%. Em abril de 1993 já se observavam importantes modificações na distribuição dos depósitos. Os depósitos à vista em dólares caíram para 2%, enquanto os depósitos em moeda doméstica elevaram-se para 18%. Por sua parte, as aplicações em Caderneta de Poupança, em pesos, diminuíram para 13% do total, enquanto aquelas em dólares elevaram-se para 9%. Finalmente, os depósitos a prazo aumentaram nas duas moedas: em pesos, para 25% do total, e em dólares, para 34%. Contudo, a partir dessa data, as tendências se bifurcam. Enquanto começa a reduzir-se a participação em moeda local, o dólar inicia um rápido crescimento. Em dezembro de 1994, ao deflagrar-se a crise mexicana, os depósitos a prazo, em pesos, caíram para 17% do total, enquanto os depósitos em dólares subiram para 40%.

A tendência por parte dos depositantes a preferir as colocações em dólares reflete um importante grau de desconfiança, que é da maior importância quando se observa que, simultaneamente, os níveis das taxas de juro em moeda nacional elevaram-se constantemente acima das taxas em dólares (Gráfico 5.3). Inclusive, em 1994, quando a distância entre as duas taxas se amplia-se notavelmente, há uma intensificação da tendência dos depositantes a preferir as colocações em dólares. Por outro lado, também os empréstimos, que cresceram vertiginosamente após o Programa de Conversibilidade, voltaram-se para o dólar. Em abril de 1991, os empréstimos totais do sistema chegavam a menos de US\$ 25 bilhões; em dezembro de 1993, mais que duplicaram, somando mais de US\$ 51 bilhões, e chegaram a US\$ 60 bilhões em dezembro de 1994⁸⁹. No início do Plano de Conversibilidade os empréstimos em moeda nacional representavam 64% do total; dois anos depois, em abril de 1993, a distribuição entre as duas moedas estava equilibrada; mas em dezembro de 1994 os empréstimos em dólares já representavam 58% do total (Tabela 5.12).

Em suma, o sistema financeiro doméstico mostrou um crescente grau de dolarização tanto em relação aos depósitos quanto em relação aos empréstimos. Dadas as características do Programa de Conversibilidade, a expansão do sistema financeiro dependeu da continuidade dos fluxos de capitais, uma vez que: *“Under a currency board scheme, the accumulation of reserves generated a surge in monetary aggregates and in domestic credit. This increase in domestic monetary aggregates was accompanied by the deepening in the dollarization of the domestic banking system which gathered momentum after the full equivalence of contracts made in any currency was established. Monetary expansion led to a significant rise in aggregate demand. Given large gap between productive capacity and actual GDP, output responded vigorously to the rise in aggregate demand, but with a growing external gap”* (Fanelli e Frenkel, 1995). Portanto, a recuperação do nível de atividade da economia dependia da remonetização gerada pela entrada de capitais, por meio da expansão do sistema financeiro interno, num contexto de elevada capacidade ociosa gerada pela recessão dos episódios hiperinflacionários de 1989-1990. Ademais, dado o déficit em conta-corrente, a entrada de capitais tornou-se a única maneira de elevar os agregados monetários (Machinea, 1996). Por outro lado, quando surgiu a crise financeira em 1995, a atuação das Autoridades Monetárias foi no sentido de proteger o segmento dolarizado do sistema, devido à intensificação da tendência das entidades financeiras a atuar nessa moeda. Como resultado, o governo necessitou endividar-se externamente para obter os recursos para salvar o sistema financeiro.

⁸⁹ Dados de Carta Econômica.

Tabela 5.12 - Sistema financeiro doméstico, 1991/1995

Período	DEPOSITOS (%)								EMPRÉSTIMOS			
	Em pesos				Em dólares				Em pesos		Em dólares	
	à vista	Caderneta d poupança	Prazo Fixo	Total peso base100	à vista	Caderneta d poupança	prazo. Fixo	Total US\$ base100	%	base100	%	base100
jan-91	15	22	21	100,0	10	0	32	100,0	60	100,0	40	100,0
abr-91	19	19	22	133,4	7	3	30	122,7	64	126,7	36	106,2
dez-91	22	14	20	190,7	5	8	32	218,3	60	149,7	40	148,8
abr-92	21	13	21	231,7	5	8	32	272,9	59	164,0	41	167,2
dez-92	20	11	24	324,7	3	8	33	363,9	52	179,8	48	245,6
abr-93	18	13	25	383,8	2	9	34	426,2	50	182,3	50	274,5
dez-93	17	12	23	470,1	2	10	36	602,0	46	189,6	54	333,8
abr-94	17	13	22	500,2	2	9	38	666,1	45	197,6	55	361,2
dez-94	16	12	21	519,0	2	9	40	764,9	42	204,5	58	417,3
abr-95	20	11	17	435,1	3	9	40	671,6	41	194,3	59	414,2

Fonte: Carta Económica.

Um episódio similar - ainda que de muito menor envergadura - ocorreu em meados de 1992, quando a dinâmica expansiva inicial provocada pela Lei de Conversibilidade dava sinais de esgotamento. Isto aconteceu num momento em que a entrada de capitais mostrava sinais de desaceleração, refletida numa relativa estagnação no estoque de reservas internacionais em poder do Banco Central, e, portanto, no processo de remonetização. As reservas totais em poder do governo passaram de US\$ 5 bilhões para US\$ 10 bilhões, entre abril de 1991 e abril de 1992, mas depois praticamente estancaram em cerca de US\$ 11 bilhões até outubro de 1992 - enquanto as reservas líquidas ficaram em cerca de US\$ 8 bilhões. Este fato se transformou em um importante fator de inquietude para os mercados internos, uma vez que era interpretado como um sinal do início de um processo de dificuldades para a Argentina, no que se refere ao financiamento externo. Diante da persistência do déficit na balança comercial, aumentou o risco de uma desvalorização (ver Tabela 5.2). Finalmente, em novembro de 1992, desencadeou-se uma corrida cambial, cujo controle por parte do Banco Central implicou a venda US\$ 421 milhões em apenas uma semana (Machinea, 1996). Frenkel (1993) afirma que *"el episodio cambiario fue el punto culminante de una serie de comentarios y anuncios de política, que denotaban un cambio en el diagnóstico oficial acerca de la marcha de la economía y la intención de adoptar medidas rectificatorias"*⁹⁰, dado a que em outubro de 1992 o ministro Cavallo tinha anunciado sua intenção de implementar medidas fiscais e financeiras para evitar a recessão e melhorar a rentabilidade empresarial dos produtos "tradables"⁹¹.

O objetivo principal destas medidas era reduzir os custos dos produtos comercializáveis internacionalmente, já que implicavam um incremento de 8% na taxa de câmbio. A recuperação do produto interno baseou-se, em grande medida, nos ganhos de produtividade de curto prazo gerados pela

⁹⁰ Comentario em Situación Latinoamericana.⁹¹ Estas consistiram em um limite máximo de 2% mensal para a taxa de empréstimos dos bancos oficiais (Banco Nación e os provinciais); redução gradual dos impostos nacionais (ativos, combustível, gás de uso industrial, aportes patronais e aposentadorias); e eliminação dos impostos restantes sobre as exportações e substituição de impostos provinciais sobre as

retomada intensa do nível de atividade. Porém, à medida que se completava a fase de recuperação baseada na utilização da capacidade ociosa, aqueles ganhos tenderam a esgotar-se. Isso num contexto em que os custos internos começavam a se elevar, por causa da privatização dos serviços públicos (muitos dos quais tinham seus preços *dolarizados*). Por outro lado, também as pressões salariais não podiam continuar, uma vez que não havia mais como absorvê-las mediante aumentos de produtividade, como havia ocorrido até aquele momento. Os novos aumentos se refletiriam em aumentos dos preços nominais. Neste contexto, o governo se mostrava preocupado com a situação da balança comercial e procurava melhorar a taxa de câmbio real dentro dos limites estreitos determinados pela Lei de Conversibilidade. Nessa perspectiva, foram aumentadas as tarifas alfandegárias sobre a importação, cresceu a dispersão das tarifas alfandegárias de importação e elevou-se de 3% para 10% o Direito de Estatística pago sobre as importações. Por outro lado, foi anunciado um limite mínimo de reembolso de 3% às exportações agropecuárias. Estas modificações equívalem a uma desvalorização entre 5% e 8% (Situación Latinoamericana).

A crise financeira de 1992 refletiu o alto grau de incerteza que a possibilidade, ainda latente, de uma desvalorização cambial provocava nos agentes econômicos. Apesar da queda da taxa de inflação e da melhora fiscal, a confiança na moeda nacional era baixa. Nestas circunstâncias, o governo decidiu enfrentar a crise de novembro de 1992 através de uma política de aprofundamento da conversibilidade e da dolarização do mercado. Nesse sentido, foram sancionadas medidas autorizando as entidades financeiras a operar contas-correntes em dólares, de modo que as transações podiam ser efetuadas com cheques em dólares. Foi permitida também a constituição dos encaixes em pesos ou em dólares de modo indistinto para os dois segmentos de depósitos, dando autonomia para decidirem livremente a aquisição de dólares com os depósitos em pesos e para constituírem os mesmos nessa moeda. Com estas medidas buscava-se incrementar a liquidez nos depósitos em dólares do sistema financeiro - “argendólares” - e, ao se permitir a constituição de encaixes em dólares para os depósitos em pesos, se desejava reduzir os problemas de liquidez da população e das entidades financeiras em face da contração monetária e da recessão. Também se procurava tranquilizar os agentes internos, no caso de necessitarem endividar-se no exterior, para constituir seus encaixes. Posteriormente, no início de 1993, proibiram-se os prazos fixos inferiores a 30 dias. Isto foi compensado com a autorização para abertura de contas de poupança sem limites de retirada, em se tratando de empresas e pessoas jurídicas. Ademais, buscou-se a simplificação da estrutura de encaixes e a redução de sua dispersão. Finalmente, eliminaram-se os requisitos de efetivo mínimo para os prazos fixos e o encaixe das contas correntes e de caderneta de poupança em pesos e em dólares se unificou em 40% - eles eram de 71% e 26% respectivamente - (Situación Latinoamericana).

A evolução do sistema financeiro no período da Conversibilidade mostrou uma importante transformação. A estratégia de permitir o desenvolvimento de um segmento dolarizado no mesmo foi

chave, e além disso, complementar à Lei de Conversibilidade e à abertura financeira com o exterior. Contudo, a presença de um contínuo déficit comercial e de um elevado desequilíbrio da conta-corrente mantiveram o temor dos agentes de uma possível desvalorização. Isto se agravou em 1994 com o início dos problemas fiscais, vinculados em grande medida ao próprio déficit comercial e à política de “desvalorização fiscal”⁹². A incerteza dos agentes se manifestava claramente em suas preferências pelas colocações em moeda estrangeira, enquanto, por sua parte, os bancos faziam o mesmo com os empréstimos. Desta forma, fica claro que a continuidade da entrada de recursos externos se converteu num elemento essencial para o sistema financeiro.

5.2.3. O Setor fiscal

As medidas adotadas pelo governo para aprofundar o grau de dolarização do sistema financeiro interno, visando incentivar novamente a entrada de capitais, constituíram o princípio da segunda etapa do Plano de Conversibilidade, na qual a dinâmica expansiva do consumo “reprimido”, depois da recessão de 1988 a 1990, tendeu a esgotar-se, sendo substituída pelo gasto público - junto com o investimento - na manutenção do nível de atividade interna. Como destacam Gerchunoff e Torre (1996), o intervencionismo público neste período foi possível devido a uma importante melhora nas contas públicas: *“Sin presión de sobreseñalar sus credenciales pro mercado y aprovechando una situación fiscal crecientemente holgada, las autoridades pusieron en marcha políticas que apuntaron a reducir el déficit de comercio y dar satisfacción a las quejas de los industriales. Del lado de las importaciones, se revirtieron - parcialmente - decisiones de apertura económica unilateral y aparecieron algunas moderadas medidas de protección comercial que procuraron no sólo frenar la avalancha importadora sino también las quiebras masivas en el sector industrial. Del lado de las exportaciones, reaparecieron los estímulos fiscales que el propio gobierno había suspendido en 1991 y se redujeron impuestos que afectaban la competitividad. A ello se sumó la gradual introducción de mecanismos competitivos en las privatizaciones de la primera etapa y el resurgimiento de ciertas iniciativas de promoción industrial que la ley de Emergencia Económica de 1989 parecía haber cancelado definitivamente: en particular, el régimen automotriz, que reeditaba la antigua aspiración de modernizar los sectores económicos al amparo de una protección temporaria”* (Gerchunoff e Torre, 1996).

Portanto, a melhora das contas públicas possibilitou que o governo procurasse compensar a forte sobrevalorização cambial através de uma política de “desvalorização fiscal”. A política governamental para solucionar o desequilíbrio fiscal se assentava em três medidas fundamentais: programa de privatizações, reforma tributária e renegociação da dívida externa, nos marcos do Plano Brady. Esta última medida, ao refinanciar os prazos de vencimento, eliminou a importância da dívida de curto prazo.

⁹² Com “desvalorização fiscal” Gerchunoff e Machuca (1994) referem-se às medidas implementadas pelo governo Menem com o objetivo de melhorar o nível da taxa de câmbio real sem alterar a taxa nominal, conforme a Lei de Conversibilidade. Dado que estas medidas foram basicamente benefícios fiscais e incentivos concedidos pelo governo aos setores exportadores,

Este aspecto se tornou um elemento essencial para melhorar as expectativas dos investidores estrangeiros. Por esta razão, desde 1993, o setor público argentino pôde resolver qualquer dificuldade de solvência no curto prazo (Machinea, 1996a)⁹³. Por outro lado, a redução das taxas de juro internacionais, no início dos anos 90, atenuou o fluxo de pagamentos de juros sobre a dívida pública, ao mesmo tempo em que a sobrevalorização cambial levou a uma redução do valor real de tais fluxos. (Cetrángolo et alii, 1997).

Tabela 5.13 - Privatizações argentinas 1990/1996

Setor	Efetivo	Títulos	Total
Petróleo	5483,2	2276,8	7760,0
Comunicações	2271,0	5000,0	7271,0
Energia elétrica	1627,4	2021,9	3649,3
Gás	1142,4	1540,9	2683,3
Transporte aéreo	260,0	1610,0	1870,0
Imóveis do Estado	202,5		202,5
Indústria siderúrgica	143,3	41,8	185,1
Defesa	85,9	4,4	90,3
Setor financeiro	86,3		86,3
Agricultura e pecuária	18,1		18,1
Hotéis	3,7	12,0	15,7
Transporte marítimo	14,6		14,6
Canais de Televisão e rádios	13,9		13,9
Total	11352,3	12507,8	23870,1

Fonte: Rocca e Escalada (1997).

Como foi mencionado anteriormente, a política de privatização foi um elemento essencial na estratégia do governo Menem, na medida em que lhe possibilitou contar com recursos novos - por meio da operação de venda - e também reduzir as despesas, eliminando parcelas de gastos do orçamento público. Na realidade, as privatizações contribuíram para melhorar o setor fiscal de diversas maneiras, como apontam Gerchunoff e Torre (1996): *“a cambio de los activos reales y fundamentalmente a cambio del derecho de operar en un mercado protegido, el sector público obtiene tres contrapartidas: 1) divisas en efectivo; 2) títulos de la deuda pública (con el consiguiente ahorro en el servicio de la misma); 3) una corriente de ingresos tributarios - básicamente la futura recaudación del impuesto a las*

os autores denominaram esta política dessa maneira.

⁹³ “A la buena performance del sector público en términos del equilibrio de sus cuentas, es necesario agregarle que a comienzos de 1993 no existía deuda de corto plazo de importancia. En este sentido, los arreglos de refinanciación en el contexto del Plan Brady, además de mejorar las expectativas de los inversores extranjeros habían estirado los vencimientos de la deuda externa. Por su parte la deuda interna de corto plazo era casi inexistente, ya que el gobierno había decidido pagar sus deudas con proveedores y jubilados con bonos de más de diez años de plazo promedio. En síntesis no había problemas de solvencia en el sector público, al menos en el corto plazo” (Machinea, 1996a).

ganancias - asociadas al hecho de que bajo administración privada la empresa generará utilidades". Deste modo, por meio das privatizações o setor público simultaneamente reduz o estoque e o serviço de sua dívida; diminui o patamar das despesas públicas na economia, uma vez que deixa de cobrir o déficit das empresas públicas; incrementa seus recursos tributários correntes; e reduz sua despesa potencial no sentido de que o Estado *"cede un plan de inversiones que no habría podido encarar pero del cual era (tratándose de servicios públicos) socialmente responsable"* (Gerchunoff e Torre, 1996). Ou seja, diante da política de privatização, o gasto público é aliviado por não precisar realizar despesas de capital, as quais durante a década de 80 representavam cerca de 8% do PIB.

As contas do Setor Público não-financeiro melhoraram substancialmente a partir do Programa de Conversibilidade (Tabela 5.14). Em 1991, o resultado primário foi positivo (US\$ 926 milhões - 1% do produto interno), o que constitui uma situação verdadeira atípica para a economia argentina. Este comportamento melhorou notoriamente nos anos seguintes, e em todo esse período apresentou superávits. Por outro lado, o superávit primário cresceu em mais de US\$ 3 bilhões (2,5% do PIB) em 1992, e em mais de US\$ 5 bilhões em 1993 (1,9% do PIB)⁹⁴. Além disso, estes resultados melhoram significativamente se a eles adicionarmos os recursos provenientes do processo de privatizações, que nesses três anos somaram mais de US\$ 2,5 bilhões, considerando-se unicamente os recursos efetivos. Como consequência, em 1993, o resultado do Setor Público não-financeiro foi superavitário em US\$ 2,2 bilhões. Mas, se forem computados os recursos com a venda dos ativos públicos, em 1992, este setor também foi positivo. Nos anos de 1991 e de 1994, o déficit do Setor Público não-financeiro não foi significativo. Porém, o reaparecimento de um pequeno déficit com privatizações (US\$ 285 milhões) no ano de 1994 teve repercussões negativas sobre as expectativas dos agentes, o que iria complicar o contexto recessivo depois da crise de 1995.

Tabela 5.14 - Resultado Fiscal do Setor Público Não-Financeiro 1991/1995* (US\$ milhões)

Conceito	1991	1992	1993	1994	1995
Receitas Correntes	28624	38769	44698	48631	46546
Despesas Totais (1)	27772	35739	39722	46573	46438
Juros de Dívidas	4060	3937	2914	3150	4086
Receitas de Privatizações (2)	2194	1787	523	733	1171
Outras Receitas de Capital	74	106	145	74	85
Superávit Primário sem Privatizações	926	3136	5121	2132	193
Superávit Primário com Privatizações	3120	4923	5644	2865	1364
Resultado SPNF sem Privatizações	-3134	-801	2207	-1018	-3893
Resultado SPNF com Privatizações	-940	986	2730	-285	-2722

* Dados do Governo Nacional. (1) sem juros. (2) somente receitas em dinheiro.

Fonte: Panorama Económico, septiembre 1996, FCE-UBA.

A recuperação da posição fiscal foi determinada, em grande medida, pelas modificações na arrecadação tributária, permitindo que essa aumentasse fortemente, passando de algo em torno de 13% do PIB, entre 1988-1990, para 17,3% do PIB, entre 1992 e 1995. Esta recuperação começou depois do

Plano de Conversibilidade e seu impulso continuou com vigor até 1993, quando os recursos correntes do Setor Público não-financeiro chegaram a aproximadamente US\$ 45 bilhões. Em 1994, observa-se uma importante desaceleração na arrecadação tributária, vinculada aos efeitos da política de “desvalorização fiscal”, à diminuição da atividade econômica e aos efeitos da reforma do Sistema de Seguridade Social (previdência). Para a recuperação da arrecadação tributária, o governo implementou uma importante reforma tributária que tinha como objetivo eliminar os tributos considerados “distorsivos”, simplificar o sistema tributário, concentrando a arrecadação em poucos tributos, e elevar fortemente a carga tributária.

O resultado positivo na arrecadação tributária no período 1991-1993 explica-se também pelo efeito positivo da queda abrupta do ritmo inflacionário sobre a arrecadação depois da Conversibilidade. Para a obtenção da melhora na performance arrecadadora também influenciou decisivamente a transformação que foi realizada na administração tributária, permitindo um aumento substancial no controle da evasão (em dezembro de 1989 foi sancionada a Lei Penal Tributária que incluía a possibilidade de penas de prisão em casos de evasão de tributos), e na cobrança dos tributos (também se implementou um esquema de pagamentos em conta). A nova estrutura tributária ganhou força, principalmente a partir de 1991, quando no seu conteúdo central foi colocado o IVA, cujas taxas foram ampliadas (para incluir a agricultura e os serviços), simplificadas (eliminaram-se as taxas múltiplas) e elevadas (passando de 15%, em 1990, para 18%, em 1992, e depois, em função dos efeitos da crise do “tequila”, para 21%). Cetrángolo et alii (1997) afirmam que estas modificações produziram uma generalização do tributo até os níveis máximos conhecidos internacionalmente. Posteriormente, em abril de 1992, aumentou-se a tributação sobre os lucros, cuja taxa passou de 20% para 30%⁹⁵.

⁹⁴ Os dados em relação ao PIB são de Cetrángolo et alii (1997).

⁹⁵ “El nuevo régimen impositivo se basó sobre tres cambios principales. El primero fue la concentración de la estructura impositiva en unos pocos impuestos, básicamente, el impuesto al valor agregado y el impuesto a las ganancias. Para ambos impuestos, se expandió la base imponible, se aumentaron las alícuotas y se ampliaron los mecanismos de agentes de retención, lo cual permitió mejorar el control. Estos dos impuestos fueron complementados principalmente por el impuesto a los combustibles y por los aranceles a la importación. El segundo cambio importante fue la introducción de la ley de Emergencia Económica al eliminar parcial o totalmente los regímenes especiales de promoción industrial y regional, que en general contenían importantes exenciones impositivas. Ello contribuyó a mejorar la recaudación tributaria, pero además constituyó una señal más de la nueva orientación de política económica: los subsidios que erosionaron la base imponible debían desaparecer como herramienta para incentivar inversiones. El tercer cambio fue de naturaleza institucional. Mediante la sanción de una nueva ley penal tributaria se aumentaron los riesgos de evadir impuestos en el esfuerzo por implantar una cultura tributaria largamente ausente en la economía argentina. Además se fortaleció a la agencia encargada de la recolección de impuestos y se concentró en ella la recaudación de todos los impuestos - incluidos los aportes previsionales - a fin de dar credibilidad a la lucha contra la evasión. Por necesidad de cerrar cuentas fiscales, consideraciones de largo plazo de la reforma tributaria ocuparon lugar marginal” (Gerchunoff e Cánovas, 1995).

Tabela 5.15 - Arrecadação Tributária e Contribuições Sociais 1991/1995

	1991		1992		1993		1994		1995	
	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%
S/ Lucros	1015	4,02	2468	6,76	4273	10,22	5822	13,06	6239	14,74
S/ Ativos	1011	4,01	770	2,11	448	1,07	376	0,84	135	0,32
IVA (líquido)	6151	24,39	13073	35,83	15432	36,91	16237	36,42	14656	34,63
Internos (1)	1860	7,38	2160	5,92	2092	5,00	2146	4,81	2060	4,87
S/ Débitos (2)	1639	6,50	658	1,80	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Outros Coparticipantes (3)	867	3,44	1109	3,04	1400	3,35	1145	2,57	1127	2,66
Sellos (Carimbos)	268	1,06	410	1,12	152	0,36	99	0,22	49	0,12
Comércio Exterior	1342	5,32	2048	5,61	2472	5,91	2753	6,18	2012	4,75
Combustíveis	2278	9,03	2495	6,84	2100	5,02	2069	4,64	1793	4,24
Bens Pessoais	1373	5,44	436	1,20	145	0,35	158	0,35	300	0,71
Seguridade Social e Contribuições Sociais	7415	29,40	10857	29,76	12753	30,50	13473	30,22	11839	27,98
Restantes	0	0,00	0	0,00	547	1,31	300	0,67	455	1,08
TOTAL	25219	100,00	36484	100,00	41814	100,00	44578	100,00	42317	100,00

Fonte: Carta Econômica. Os dados estão em milhões de dólares.

(1) Tributo sobre venda de produtos específicos (cigarros, bebidas alcólicas, seguros, etc).

(2) Tributos sobre movimentos de contas bancárias e débitos bancários (cheques).

(3) Vários tributos de emergência de distribuição federal.

Desta maneira, depois da reforma, a arrecadação tributária concentrou-se em uns poucos tributos, sendo o principal deles o IVA, seguido pelo Imposto sobre Lucros. Em consequência disso, a arrecadação tributária passou a depender diretamente do nível de atividade econômica. Assim, o Plano de Conversibilidade gerou uma melhora importante nos recursos tributários, mas isto estava vinculado à recuperação do nível de atividade interna, particularmente ao incremento do consumo. Na nova estrutura tributária, a importância do IVA é clara: sua arrecadação (líquida) aumenta de US\$ 6,1 bilhões, em 1991, para US\$ 16,2 bilhões, em 1994 (Tabela 5.15). Em consequência, sua participação na arrecadação total de tributos passa de 24,4%, em 1991, para 37% em 1993-1994. Na realidade, a arrecadação deste tributo foi superior aos valores acima mencionados, em função de que a arrecadação bruta passou de US\$ 6,2 bilhões, em 1991, para US\$ 17,4 bilhões, em 1994. A diferença entre a arrecadação bruta e a líquida foi incrementada em consequência do aprofundamento da política de reembolso do tributo por parte do governo, intensificada a partir de 1993, quando estes somaram US\$ 834 milhões, e depois, em 1994, quando chegaram a US\$ 1,1 bilhões, como parte essencial da política de “desvalorização fiscal”. A Tabela 5.15 mostra, ainda, a forte queda da participação de vários tributos - como Ativos, Internos, Combustíveis, Bens Pessoais - que tiveram sua contribuição fortemente reduzida, ou praticamente deixaram de existir. Desta forma, o único tributo que teve sua participação aumentada foi o incidente sobre os lucros, cuja taxa passou de 4%, em 1991, para 15%, em 1995.

Tabela 5.16 - Despesas do Setor público Não-Financeiro 1991/1995

	1991		1992		1993		1994		1995	
	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%
Salários	4954	15,69	5652	15,02	6474	15,33	7296	15,24	7250	15,61
Bens e Serviços	1686	5,34	2446	6,50	3064	7,25	2404	5,02	2482	5,34
Benefícios seg. social	9233	29,25	12653	33,63	14798	35,03	18022	37,65	15628	33,65
Transferências a províncias	9199	29,14	12620	33,54	13544	32,06	14822	30,97	14538	31,31
Juros líquidos	3795	12,02	1890	5,02	2519	5,96	2750	5,75	3618	7,79
Despesas de Capital	1896	6,01	1838	4,88	1507	3,57	1247	2,61	n/d	n/d
Outros	804	2,55	527	1,40	334	0,79	1322	2,76	2921	6,29
Total Gastos	31567	100,00	37626	100,00	42240	100,00	47863	100,00	46437	100,00

Fonte: Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos. Dados em milhões de dólares. n/d: não disponível.

Esta melhora da capacidade de financiamento público permitiu um incremento no gasto social por parte do governo, o que fortaleceu de forma importante o apoio popular ao plano econômico. *“La recaudación tributaria en expansión le permitió a las autoridades asignar recursos crecientes a casi todas las partidas del presupuesto público, que había estado severamente restringido durante el período previo al lanzamiento del Plan de Convertibilidad y a la entrada masiva de capitales. En particular, se registró un importante incremento en el gasto social, que en términos reales, fue, durante 1994, el más alto de los últimos quince años”* (Gerchunoff e Torre, 1996). Entre os itens de despesa pública, um dos que mais cresceu foi o relacionado ao pagamento de aposentadorias, que passou de US\$ 9,2 bilhões, em 1991, para US\$ 18 bilhões, em 1994, representando um aumento na participação deste item na despesa total de 29,3% para 37,7%, correspondendo a 1,5% do PIB. O outro aumento significativo correspondeu às transferências às províncias, mas isto ocorreu somente até 1993. A deterioração da posição fiscal em 1994 obrigou a um ajuste deste setor⁹⁶ (Tabela 5.16). Em síntese, durante o governo Menem produziu-se uma significativa transformação no setor público. O impacto positivo da queda das taxas de juro internacionais, a eliminação da dívida pública interna por meio do Plano Bonex e a reprogramação dos pagamentos do serviço da dívida externa depois do acordo do Plano Brady possibilitaram reduzir fortemente a despesa financeira no orçamento público. O Programa de Privatizações e a política de desregulamentação dos aparelhos burocráticos implicaram uma importante redução na despesa operacional fiscal. Simultaneamente, porém, esta política revelou-se uma fonte extraordinária de recursos que permitiu financiar o déficit fiscal remanescente e reduzir o estoque da dívida pública. Finalmente, uma considerável transformação no agente regulador do pagamento de

⁹⁶ *“En síntesis, se podría decir que el extraordinario incremento de la recaudación impositiva permitió financiar un importante aumento del gasto público tanto a nivel nacional como provincial, permitiendo al mismo tiempo un cierto superávit fiscal [...] El gobierno, con el doble propósito de simplificar la estructura tributaria y muy especialmente mejorar la competitividad de la economía, fue durante este período reduciendo o eliminando impuestos que básicamente recaían en las empresas (impuestos de sellos y a los cheques) e impuestos a la exportación. Al mismo tiempo amplió la base de IVA - entre otros al transporte de carga y a los créditos - y aumentó la alícuota en dos puntos (al 18%), al tiempo que aumentaba la alícuota de ganancias del 20% al 30% para las empresas. Como consecuencia de estas reformas y de una mejora en el control impositivo, en 1993 el IVA representaba el 39,2% de la recaudación de impuestos nacionales, los impuestos a la Seguridad Social el 30,7%, ganancias el 10,3% y el resto impuestos internos y a los combustibles. De esa manera la estructura impositiva nacional era cada vez más dependiente de un impuesto sobre el consumo (IVA) y los impuestos al trabajo. Es decir, se mejoró la competitividad pero a costa de una mayor regresividad”* (Machinca, 1996).

tributos, juntamente com a recuperação do nível de atividades e os efeitos positivos da queda do nível inflacionário, possibilitou uma espetacular recuperação da arrecadação tributária. Desta maneira, a situação fiscal argentina melhorou consideravelmente em relação aos últimos vinte anos, particularmente em comparação ao observado na década anterior.

Com o declínio do consumo privado, o governo procurou manter o nível de atividade. Contudo, a reimplantação de medidas fiscais para auxiliar os setores em dificuldades, principalmente aqueles prejudicados pela abertura, e a substituição do consumo pelo investimento (com algumas exceções tributárias) atuando como elemento dinâmico da demanda agregada levaram a uma estagnação na arrecadação tributária em meados de 1994, deteriorando-se as contas públicas. Este contexto foi agravado pelo fato de que as privatizações estavam praticamente concluídas, não possibilitando mais ao governo contar com recursos extraordinários para cobrir o déficit do Setor Público não-financeiro que começara a surgir. Além disso, o Sistema de Seguridade Social (previdência) foi privatizado em 1994, gerando uma queda nos recursos sob este conceito, mas não das despesas, o que, por sua vez, contribuiu para agravar os efeitos negativos sobre este item da política de “desvalorização fiscal”, que incluía reduções nas contribuições patronais ao Sistema, no sentido de beneficiar as exportações⁹⁷. A política de incentivo à atividade econômica, por meio do incremento da despesa pública, levou a que o ministro Cavallo fosse, nessa época, criticado pelos analistas mais ortodoxos. Estes consideravam injustificados os três componentes básicos que fundamentavam o incremento de 36% no gasto público entre 1993 e fins de 1994: o pagamento ao pessoal do setor público (20% de aumento); as transferências às províncias (17%); e o Sistema de Seguridade Social (50%). A situação se agravou quando, diante das dificuldades no orçamento público, a Argentina retirou-se do Fundo Monetário Internacional, em outubro de 1994⁹⁸. Esta decisão teve um forte impacto adverso sobre as expectativas dos investidores,

⁹⁷ “En la explicación de la reapertura del desequilibrio fiscal pesaron principalmente otros dos factores estrechamente vinculados con decisiones de política fiscal. En primer lugar, el gobierno decidió actuar en el terreno fiscal para hacer frente a la apreciación cambiaria. Sin posibilidades de manipular el tipo de cambio nominal, el recurso de política utilizado para compensar parcialmente deterioro de la rentabilidad de los sectores productores de bienes transables fue la reducción de la carga tributaria sobre los mismos, combinada con el restablecimiento de reembolsos y reintegros a la exportación. La medida más importante en este terreno fue la reducción de contribuciones patronales que financian la seguridad social. El segundo factor resultó de la reforma previsional. Esta consistió en el establecimiento de un sistema de capitalización, básicamente privado, pero con la subsistencia del viejo sistema estatal de reparto. Este último perdió una parte significativa de sus aportantes, que se trasladaron al sistema de capitalización, sin que se redujeran las prestaciones pagadas en el sistema público. Esto se refleja en un aumento del déficit observado en el sistema e incidirá sobre las cuentas fiscales por un largo período en el futuro” (Cetrángolo et alii, 1997).

⁹⁸ O governo anunciou que não utilizaria os dois últimos itens do Acordo de Facilidades Estendidas ainda vigentes junto ao FMI. Embora esta decisão fosse explicada como uma consequência lógica para o restabelecimento do acesso da Argentina aos mercados internacionais de capital, o que tornaria desnecessário recorrer aos organismo multilaterais, tanto os críticos quanto a maior parte dos agentes a interpretaram como o resultado da impossibilidade de cumprir os acordos fiscais junto ao FMI (superávit primário, excluindo privatizações, para o 3º e o 4º trimestres, da ordem de US\$ 1,4 e US\$ 1,2 bilhão, respectivamente), pelo fato de Cavallo Ter preferido antecipar-se a uma segura reprovação. Mas, também tinham surgido fortes diferenças a respeito da política fiscal. Cavallo pretendia continuar com a política de reduções de impostos para prosseguir na linha da “desvalorização fiscal”, procurando de corrigir o taxa de câmbio e permanecendo pouco propenso a implementar medidas que visassem aumentar os recursos fiscais, uma vez que sustentava que os mesmos seriam imediatamente absorvidos pela forte demanda de despesas que existe num contexto pré-eleitoral.

tanto os locais como os estrangeiros, colocando a Argentina numa posição extremadamente vulnerável (Rozenwurcel e Bleger, 1997).

Por outro lado, as perspectivas da continuidade do acesso fácil ao crédito externo, para fazer frente ao contínuo déficit em conta-corrente complicaram-se quando, em fevereiro de 1994, o FED elevou a taxa de juro, obscurecendo, assim, a possibilidade de refinanciar os vencimentos da dívida externa. Por esta razão, o ministro Cavallo havia previsto, em abril daquele ano, dificuldades na captação de recursos externos, quando anunciou que a etapa de “bonança” havia terminado e que os próximos objetivos econômicos deveriam ser os de incrementar a taxa de poupança doméstica e o volume das exportações. *“Esta actitud del ministro significa un cambio del discurso oficial sobre la relación entre el curso de la economía y los flujos de capitales. Hasta aquí se había afirmado que el flujo de fondos se debía a las reformas económicas domésticas y a la credibilidad generada por la conducción económica y política del país, con relativa independencia de las condiciones internacionales. Se decía también que, en tanto el sector público mantiene sus cuentas en equilibrio, el déficit externo es ‘un problema del sector privado’, y un menor ingreso de capitales privados debería llevar automáticamente, sin traumas, a un menor desequilibrio de cuenta corriente. En la actualidad, el diagnóstico es, evidentemente, diferente. Ante la posibilidad de una contracción de los ingresos de fondos se anuncia un período de mayores esfuerzos y se anticipan medidas orientadas a promover un ajuste ordenado a la nueva situación”* (Frenkel, Situación Latinoamericana).

A intranquilidade dos mercados se manifestou no aumento da taxa de juros interna e da taxa de risco-país, enquanto o estoque de divisas líquidas estancava em torno dos US\$ 13 bilhões. Além disso, com o processo de privatizações quase concluído, também o ritmo de crescimento das importações tendeu a declinar, pelo fato de que não havia expectativas de ingressos de capitais vinculados ao financiamento destas importações⁹⁹. Como o investimento estrangeiro direto era muito baixo, o fechamento do balanço de pagamentos passou a depender basicamente das aplicações financeiras e dos investimentos de portfólio dos agentes externos¹⁰⁰.

Em fins de 1994, registrou-se um novo fator de intranquilidade: o surgimento do problema do desemprego. Diante da proximidade das eleições gerais (14 de maio de 1995), o governo tomou medidas para auxiliar, mediante linhas de crédito subsidiado, as pequenas e médias empresas - que

⁹⁹ “The great expansion in imports after the implementation of the Convertibility Plan is a primary factor for explaining the increase in the availability of foreign loanable funds. Given the short - run character of commercial credit, however, if there were a fall in the rate of growth of imports, there would also be a fall in the supply of foreign funds needed to finance the persistent current account disequilibrium. In other words, it would lead to an increment in the demand for other kinds of foreign credit [...] This does not mean that commercial credit will disappear. But, if the amount of repayments of the existing stock of trade credit is similar to the inflow of new credit because imports are not growing, there are no additional funds available and, consequently, this item of the capital account does not contribute to financing the deficit in the current account” (Fanelli e Frenkel, 1995).

¹⁰⁰ “When the funds connected to the privatization process are excluded, it clearly appears that direct foreign investment has not been a significant component of capital inflows. FDI added up to US\$ 854 million during the convertibility period

foram afetadas pela abertura - e amenizou as dificuldades financeiras das províncias. Porém, essas decisões resultaram em maior intranquilidade, devido aos efeitos das medidas sobre o orçamento público¹⁰¹.

Desta forma, já em 1994 começava a ficar claro que a alavancagem do crescimento propiciado pelo Plano de Conversibilidade chegava ao seu limite e que a economia deveria iniciar um ajuste determinado pelo montante de capital disponível para financiar a conta-corrente. Devido ao déficit comercial e à sobrevalorização da taxa de câmbio, tornava-se difícil, nestas circunstâncias, compensar este movimento através de uma melhora na balança comercial. Em seu lugar, realizou-se um ajuste visando alterar os preços internos via um movimento deflacionário. Isso implicou, por sua vez, o início de uma etapa recessiva. A tentativa do governo de evitar ou retardar um período de recessão por meio da política fiscal não teve êxito, basicamente, porque a sobrevalorização da taxa de câmbio era demasiadamente alta. Além disso, o período expansivo do Programa de Conversibilidade não conseguiu uma recuperação da confiança na moeda doméstica, o que contribuiu para acentuar a incerteza gerada pelo saldo do balanço de pagamentos e pelo resultado das contas públicas. Este contexto revelava que a economia argentina se encaminhava para uma nova etapa de ajuste interno, marcada por um menor nível de atividade econômica e expressada, em grande medida, pelo forte incremento da taxa de desemprego. A eclosão da crise mexicana no final de 1994 acelerou e aprofundou fortemente esta trajetória para níveis que seriam dramáticos.

5.3. Segunda parte: a crise provocada pelo "efeito tequila"

A seção anterior procurou mostrar que no momento em que o México desvalorizava sua moeda (dezembro de 1994), as mudanças positivas geradas a partir do Plano de Conversibilidade tendiam ao esgotamento, enquanto o país começava a ter problemas para captar, em magnitude suficiente, divisas para cobrir o déficit em conta-corrente, que era de aproximadamente de US\$ 10,1 bilhões (3,6% do PIB). Ao déficit fiscal de 1994, somava-se o fato de que a Argentina tinha US\$ 5,2 bilhões de dívida externa pública em vencimento (dado de Machinea, 1996a), o que deixava dúvidas no *front* fiscal. Havia ainda a incerteza gerada tanto pela questão social, derivada da alta taxa de desemprego, quanto pela proximidade da eleições presidenciais (14 de maio de 1995). Deste modo, a crise mexicana caiu "como uma bomba" sobre a economia argentina, que já apresentava vários pontos de grande vulnerabilidade.

and almost all of this amount represented a reinvestment of profits" (Fanelli e Frenkel, 1995).

¹⁰¹ *"The fact the fiscal disequilibrium attained after the implementation of the convertibility regime had deteriorated by the Mexican shock occurred only contributed to worsening its effects. Despite a 65% increment in nominal tax revenues over the 1991 - 94 period, current government savings remained low due to a similar increase in expenditures. Moreover, the reform of the social security system in mid - 1994 deviates the contributions which had previously financed the public pay - as - you - go system towards private pension funds. It is calculated that the deficit generated by the reform is of around one percentage point of GDP (2.8 billion dollars). As a consequence, the non - financial public sector recorded an overall deficit (including privatization proceeds) in the second half of 1994 for the first time since 1991. Although negligible by international standards, it was a severe blow to a government which had set out to keep the borrowing requirements at zero or less, especially given the new (more adverse) context in the international financial markets" (Bonvecchi et alii, 1997).*

Machinea (1996a) aponta os dois pontos cruciais de incerteza que se apresentavam à Argentina: a capacidade do governo de manter sua política cambial e de cumprir com as obrigações da dívida; ou em outras palavras, “começou-se a falar de desvalorização e de solvência do setor público”, Machinea (1996a). A incerteza gerada pela fuga de investimentos, em pesos e em bônus públicos, cuja origem foi o fechamento de um banco na última semana de dezembro de 1994, afetou também a percepção dos agentes sobre a solidez do sistema financeiro. Em consequência, o ano de 1995 começou mostrando que o fechamento dos setores fiscal, externo e financeiro derivados do Plano de Conversibilidade eram demasiado fracos.

Após a desvalorização mexicana, o governo argentino procurou diferenciar-se daquele país. O ministro Cavallo declarou que *“nosotros llevamos adelante en todo momento una política económica muy distinta a la mexicana. Dos años atrás, cuando hubo una especulación contra el peso, nuestra política fue justamente la contraria a la que realizó México en estos días, en lugar de flexibilizar la paridad cambiaria, optamos por endurecer aún más la Convertibilidad”*¹⁰². A intenção do governo era mostrar que a regra cambial se manteria “a qualquer custo”. Com esse objetivo, buscou-se favorecer as expectativas, anunciando reduções da despesa pública (US\$ 1 bilhão sobre o orçado para 1995) e evitando novas colocações de bônus até que se normalizassem os mercados financeiros internacionais. Com a mesma intenção de afastar os temores de uma possível desvalorização, em meados de janeiro eliminou-se o hiato entre a compra e a venda de dólares e se converteram os encaixes dos depósitos em pesos em dólares, como forma de indicar que o governo não estava disposto a praticar revisões no regime cambial; ao contrário, vinculou-se ainda mais fortemente a moeda nacional ao dólar¹⁰³. Contudo, como observa Machinea (1996a), esta medida permitiu também ao Banco Central “ocultar” parte dos US\$ 2, 5 bilhões de reservas que perdeu até janeiro de 1995. Além disso, o Banco Central concedeu redescontos e repasses de curto prazo respaldados em bônus públicos em seu poder - dentro dos limites estabelecidos por sua Carta Orgânica (Rozenwurcel e Bleger, 1997). Por outro lado, diante das restrições impostas ao Banco Central desde a nova Carta Orgânica de 1992, foi criada uma “rede de segurança” de 800 milhões de pesos, administrada pelo Banco Nación (Machinea, 1996a)¹⁰⁴.

¹⁰² Cavallo ressaltou quatro pontos de diferença entre a Argentina e o México. Primeiro, a taxa de câmbio fixa e conversível; segundo, os dados macroeconômicos (aumento do PIB, taxa de inflação, relações dívida/reservas líquidas e déficit em conta corrente/PIB); terceiro, a política de acumulação de reservas internacionais - o México emitia dívida doméstica, enquanto a Argentina obedecia a um aumento na demanda por dinheiro, o que não ocasionava custos fiscais, enquanto a relação 1 para 1 diminui o risco de uma corrida; finalmente, o bimonetarismo: pelos “argendólares”, é mais fácil que as divisas fiquem no sistema financeiro, desincentivando-se sua fuga. Se os investidores observam que está aumentando o risco de uma desvalorização, desfazem-se de suas posições em pesos e as transformam rapidamente em dólares. Com isso, a liquidez global do sistema se mantém, supondo-se que se mantenha a confiança na solvência dos bancos (Situação Latinoamericana).

¹⁰³ Ver Machinea (1996a), que afirma que *“esta última medida, además permitirle al Banco Central ‘ocultar’ parte de su pérdida de reservas, podría haber sido utilizada para cambiar el espíritu de la Ley de Convertibilidad, ya que a partir de ese momento los pasivos monetarios del Banco Central fueron mayores que la base monetaria que, por ley, debía estar respaldada por reservas internacionales.”*

¹⁰⁴ *“Por lo tanto, el Banco Nación se convirtió en el prestamista de última instancia como consecuencia de las restricciones autoimpuestas por la Carta Orgánica del Banco Central!”* (Machinea, 1996).

Isso se deveu ao temor dos investidores de que a Argentina pudesse desvalorizar sua moeda como fez o México. *“Ello habría afectado el valor en dólares de los depósitos en pesos que, a pesar de la dolarización, seguían siendo considerables. Por lo tanto, desde fines de diciembre de 1994 a fines de febrero de 1995 estos depósitos disminuyeron 3.200 millones de pesos, mientras que los depósitos en dólares sólo cayeron 200 millones”* (Rozenwurcel e Bleger, 1997). Contudo, a retirada das aplicações em pesos teve o efeito de gerar desconfiança em relação ao estado patrimonial de algumas entidades financeiras, incentivada pelo descumprimento dos pagamentos por parte de algumas das maiores instituições, o que gerou dúvidas, particularmente sobre os bancos provinciais públicos e privados menores. Uma consequência essencial da crise foi o virtual desaparecimento do mercado interbancário, reduzido exclusivamente a transações entre um pequeno grupo de bancos líderes (Rozenwurcel e Bleger, 1997). Isto se agravou porque *“el endurecimiento de las condiciones imperantes en el mercado internacional de capitales obligó a las grandes firmas a buscar financiamiento en el mercado local. En consecuencia, el racionamiento del crédito bancario para las pequeñas y medianas empresas se agudizó más”* (Rozenwurcel e Bleger, 1997).

Nestas circunstâncias, o governo teve de tomar medidas mais firmes para restabelecer a credibilidade na solvência do setor público. Para isto, voltou a estabelecer um acordo com o FMI¹⁰⁵. Além disso, aumentaram-se os tributos; elevaram-se as tarifas alfandegárias sobre as importações e realizaram-se cortes nos salários da administração pública, como um sinal de determinação do governo, mesmo com a proximidade das eleições. Desta maneira, o governo se comprometeu a gerar um superávit global do setor público (sem as províncias) de 2 bilhões de pesos, destinados à amortização da dívida pública. Não obstante, a credibilidade nas contas fiscais não pôde ser restabelecida, transformando-se num dos fatores essenciais para explicar a forte retirada dos depósitos do sistema financeiro doméstico¹⁰⁶. O problema era que, ainda que as medidas adotadas pelo governo tivessem o efeito de

¹⁰⁵ *“La evolución de las relaciones con el organismo internacional es muy ilustrativa acerca de la cambiante percepción de las autoridades sobre la magnitud de la crisis y la urgencia de actuar en el corto plazo. En septiembre de 1994 el ministro Cavallo intentó ‘evadir’ el tutelaje del FMI (ante la imposibilidad de cumplir con las metas) renunciando a los últimos tramos del Préstamo de Facilidades Extendidas. A principios de enero, después del estallido de la crisis mexicana, siguió sosteniendo que el apoyo financiero del FMI no era necesario y que mantenía diferencias de principio con este organismo en cuanto al manejo de la política económica, particularmente en el plano impositivo. Pero durante ese mes quedó de manifiesto que la estrategia de captar financiamiento en el mercado doméstico de capitales a través de la emisión de letras de corto plazo en pesos y en dólares era inviable. Luego de obtener 500 millones de dólares en dos ofertas públicas en un contexto de fuerte incremento de las tasa de interés (la licitación de letras en pesos fracasó), las autoridades hicieron un esfuerzo por mejorar las expectativas.*

De este modo, en febrero Cavallo anunció que Argentina se sometería a la auditoría del FMI mediante un mecanismo de ‘supervisión reforzada’ pero no solicitaría nuevos préstamos. Finalmente, pocas semanas más tardes, y desde una posición de extrema debilidad, las circunstancias obligaron al ministro a firmar un nuevo acuerdo con el FMI para extender por un año el Préstamo de Facilidades Extendidas vigente desde 1992. Así, el organismo pondrá a disposición los 400 millones de dólares que el gobierno decidió no utilizar en 1994 más otros 2.400 millones adicionales por la extensión del acuerdo” (Situación Latinoamericana).

¹⁰⁶ *“Cuáles fueron los factores que aceleraron la corrida de los depósitos? En primer lugar, había dudas acerca de la solvencia del sector público, ya que el problema del vencimiento de la deuda se veía ahora agravado por el déficit fiscal a causa de una caída en los ingresos. En segundo lugar, el surgimiento del riesgo sistémico en el sistema financiero, relacionado con el hecho de que algunos bancos habían dejado de pagar sus depósitos y, tercero, los problemas de solvencia fiscal que ya hemos mencionado, que dificultaban la posibilidad de darle mayor liquidez a los bancos sin violar*

reduzir os temores acerca de uma possível desvalorização, elas não melhoraram a credibilidade no sistema financeiro. *“Las autoridades redujeron los requisitos de reserva y permitieron deficiencias en la constitución de los encajes de hasta un treinta por ciento a una tasa mucho más baja que la de los préstamos interbancarios. Los altos requisitos de reserva legales posibilitaron la utilización de este mecanismo para proporcionar liquidez al sistema. Las reservas bancarias promedio disminuyeron del 18.8% al 12.9% en tan sólo noventa días, financiando aproximadamente el cincuenta por ciento del retiro de depósitos durante este período”* (Machinea, 1996). Desta maneira, segundo Machinea (1996), *“los temores acerca de una devaluación cedieron lugar a las dudas acerca de la capacidad del sistema financiero para enfrentar el problema de liquidez, particularmente en un contexto en el que Banco Central tenía un papel muy limitado como ‘prestamista de última instancia’* (Machinea, 1996).

Nesse contexto, finalmente, o governo teve de alterar a Carta Orgânica do Banco Central por decreto, enviando ao Congresso as mudanças da Lei de Entidades Financeiras, com o objetivo de atribuir maiores poderes ao Banco Central para que este atuasse como emprestador de última instância. Dentre as medidas, autorizou-se o Banco Central a conceder redescontos e adiantamentos em volumes maiores e por prazos mais prolongados em situações de crise sistêmicas; estendeu-se o prazo máximo de suspensão de instituições financeiras; e permitiu-se ao Banco Central transferir ou vender os ativos recebidos das entidades com problemas de liquidez; *“al mismo tiempo, las autoridades permitieron tácitamente la renovación forzosa de los depósitos en varias instituciones, lo que restringió el número de suspensiones o liquidaciones de entidades, impidiendo, de esta manera, que la crisis se volviera incontrolable”* (Rozenwurcel e Bleger, 1997). Contudo, as medidas oficiais não conseguiram amainar os crescentes temores com respeito à situação do sistema financeiro, num contexto, em que o temor principal dos depositantes já não era o de uma possível desvalorização, mas o do risco de *default* sobre os depósitos, em função da possibilidade de um refinanciamento global dos passivos bancários, tal como tinha ocorrido em 1989 com o Plano Bonex (Rozenwurcel e Bleger, 1997)¹⁰⁷. A consequência dos temores dos agentes sobre a solidez do sistema financeiro foi manifestada através de uma rápida retirada dos depósitos em dólares, particularmente das instituições menores.

la Ley de Convertibilidad. Por último, estos temores, junto con las experiencias del pasado, llevaron al público a pensar que el gobierno iba a reprogramar los depósitos” (Machinea, 1996a).

¹⁰⁷ “El retiro de los depósitos fue alentado por declaraciones poco felices de los funcionarios del gobierno tales como ‘el Banco Central no puede prestarle al sistema financiero fondos adicionales que excedan los doscientos millones de pesos’, ‘el sistema debería operar con un máximo de cien instituciones’ y ‘la gente debería saber que hay bancos buenos y bancos malos’” (Machinea, 1996a).

Tabela 5.17 -Depósitos e empréstimos no sistema financeiro doméstico
(dezembro 1994 - junho 1995)

DATA	DEPÓSITOS						EMPRÉSTIMOS	
	À vista		Caderneta de Poupança		Prazo Fixo		\$	US\$
	\$	US\$	\$	US\$	\$	US\$		
dez-94	7179	833	5242	4032	9622	1812	25367	34642
jan-95	7498	1028	5029	4115	8533	1863	24636	35065
fev-95	7223	1045	4742	4117	7771	1847	24170	35380
mar-95	6781	1025	4549	3879	6839	1685	23778	34399
abr-95	7579	1039	4287	3626	6611	1551	24094	34386
mai-95	7743	1081	4238	3400	6562	1531	23494	34036
jun-95	7672	1060	4267	3254	7206	1612	23440	34197

Taxas de crescimento mensal

DATA	DEPÓSITOS (%)						EMPRÉSTIMOS (%)	
	À vista		Caderneta de Poupança		Prazo Fixo		\$	US\$
	\$	US\$	\$	US\$	\$	US\$		
dez-94	5,87	10,70	1,69	2,67	-5,49	0,98	-0,46	2,74
jan-95	4,44	23,46	-4,06	2,05	-11,32	2,82	-2,88	1,22
fev-95	-3,67	1,65	-5,71	0,06	-8,93	-0,84	-1,89	0,90
mar-95	-6,12	-1,89	-4,07	-5,79	-11,99	-8,77	-1,62	-2,77
abr-95	11,77	1,33	-5,76	-6,50	-3,33	-7,94	1,33	-0,04
mai-95	2,16	4,02	-1,14	-6,25	-0,74	-1,32	-2,49	-1,02
jun-95	-0,92	-1,92	0,68	-4,29	9,81	5,27	-0,23	0,47

Fonte: Carta Econômica.

As intensas mudanças no sistema financeiro são apresentadas na Tabela 5.17. Desde janeiro de 1995 o nível de depósitos começou a reduzir-se rapidamente. A retirada deu-se inicialmente no setor da moeda doméstica. O total dos depósitos em pesos caiu 4,46% em janeiro, 6,29% em fevereiro e quase 8% em março. Em abril houve uma pequena recuperação (1,7%). A diminuição foi particularmente marcante no que tange aos depósitos com prazo fixo. Além do mais, como se observa, a recuperação de abril correspondeu apenas aos depósitos à vista, porque os depósitos em Caderneta de Poupança e a prazo fixo continuaram diminuindo. Por sua vez, inicialmente o setor dolarizado foi menos afetado, mas em março também já começou a sofrer as consequências da crise. Em março e abril, o total de depósitos em dólares caiu 7,9% e 7,2%, respectivamente. Isto reflete o que afirmou Machinea (1996a), que de uma crise por temor a uma desvalorização, passou-se a uma crise por temor à solvência de alguns bancos. Na realidade, muitas instituições financeiras pequenas e médias tiveram dificuldades, verificando-se nesta etapa um processo de concentração do setor financeiro. Os depósitos totais do sistema financeiro doméstico passaram de US\$ 45 bilhões, em dezembro de 1994, para US\$ 38,3 bilhões, em maio de

1995. Finalmente, deve-se mencionar que a distribuição dos depósitos resultante desse processo implicou uma segmentação do setor dolarizado do sistema, em especial no que tange aos depósitos de prazo maior.

Observa-se, assim, que a crise financeira se desenvolveu a partir de dezembro de 1994, não terminando até maio de 1995. Portanto, as medidas iniciais adotadas pelo governo não tiveram êxito e precisaram ser reforçadas por outras mais fortes. Em especial, isto se refere às medidas para a geração de maior liquidez no sistema financeiro. A magnitude da crise esgotou, em meados de março do mesmo ano, os fundos assignados ao Banco Central para apoiar o sistema financeiro (Rozenwurcel e Bleger, 1997). Desta forma, o governo precisou apresentar um novo Programa Financeiro. Em primeiro lugar, o acordo firmado com o FMI - por meio da renovação e extensão por um ano adicional do Acordo de Facilidades Estendidas - significou a entrada de novos recursos no montante de US\$ 2,4 bilhões (Rozenwurcel e Bleger, 1997). A estes se acrescentaram os outros recursos provenientes de empréstimos externos, basicamente de organismos multilaterais, que somavam US\$ 7 bilhões. Estes recursos, além de incrementar o estoque de reservas, foram utilizados para saldar o montante principal da dívida pública com vencimento em 1995 e para a constituição de dois fundos - o Fundo Fiduciário para a Capitalização Bancária e o Fundo para o Desenvolvimento Provincial -, os quais financiariam a reestruturação dos bancos privados e provinciais, respectivamente. Desta maneira, o governo precisou atuar, definitivamente, como prestador de última instância, injetando liquidez no sistema financeiro. Contudo, devido a falta de confiança na moeda nacional e no sistema de Conversibilidade, o aumento de liquidez significou aumentar a quantidade de dólares na economia. Para tanto, o governo precisou endividar-se externamente.

Mas a gravidade da crise fazia com que a injeção de dólares no sistema fosse uma determinação crítica. No mês de abril, a percepção da existência de bancos em dificuldades agravou seriamente a crise. Verificou-se uma nova aceleração na retirada de depósitos, com perdas de quase US\$ 1 bilhão nas primeiras duas semanas do mês. Diante dessa emergência, a equipe econômica decidiu estabelecer um sistema de garantia dos depósitos, na tentativa de recuperar a confiança do público nos bancos¹⁰⁸. O impacto positivo dessas medidas sobre as expectativas dos agentes ocasionou uma desaceleração da corrida. A isto acrescenta-se o efeito positivo da reeleição de Menem¹⁰⁹ - em 15 de maio de 1995 - para

¹⁰⁸ Este sistema de garantia seria privado e constituído por fundos gerados pelas entidades financeiras. Garantia-se 100% dos depósitos até um valor máximo de US\$ 10 mil para aplicações até 90 dias, e US\$ 20 mil para prazos maiores. O fundo constituído disporia de US\$ 2 bilhões.

¹⁰⁹ "Podría argumentarse que algunas encuestas electorales publicadas en los treinta días anteriores a las elecciones, que indicaban alguna probabilidad de una segunda vuelta, podrían haber provocado incertidumbre a pesar de la prudente actitud de la oposición. Sin embargo, el hecho de que la pérdida de depósitos durante el mes previo a las elecciones fue 'solamente' de ochocientos millones de dólares (substancialmente menor que en los meses anteriores), y de que cuando los depósitos comenzaron a aumentar lo hicieron en forma gradual, nos llevaría a pensar que el 'efecto elecciones', a pesar de tener influencia, no fue significativo. El hecho de que el efecto elecciones no fuera tan significativo se debió a la actitud prudente de la oposición, en especial en el caso del FREPASO que estaba segundo en las encuestas, y al hecho de que la mayoría de la gente estaba convencida de que Menem iba a ganar. A la inversa, las elecciones de 1989 llevaron a la

pôr fim à crise, uma vez que ela significou, sem dúvida, um sinal de continuidade da regra cambial, em particular, e da política econômica em geral¹¹⁰. No segundo semestre de 1995, o sistema recuperou gradualmente o nível de depósitos que possuía anteriormente à crise. Por outro lado, entre maio e dezembro, as reservas internacionais do Banco Central cresceram de US\$ 11 bilhões para US\$ 15,5 bilhões, nível inferior apenas ao registrado imediatamente antes da crise. Ademais, o governo adotou uma série de medidas para fortalecer o sistema financeiro e evitar um episódio similar ao do México (ver próximo capítulo).

Deste modo, a crise financeira foi estancada, evitando-se consequências mais dramáticas sobre o sistema. Contudo, os acontecimentos refletiram alguns pontos muito significativos com respeito à capacidade da economia argentina de fazer frente a uma grave crise externa como a que ocorreu no contexto das reformas implementadas nos anos 90. Em primeiro lugar, destaca-se a intensa variação ocorrida na composição dos fluxos externos de capital: *"The Mexican crisis also changed the composition of capital inflows. Unlike the previous period when the demand for compensatory finance declined, in 1995 the government had to resort to multilateral agencies to compensate for the voluntary capital outflows. There was also an increase in the demand for funds in the international markets by the government. The increase in the flows captured by the public sector, nonetheless, could not fully compensate for the fall in the flows to the private sector. As a result, between 1994 and 1995, the amount of voluntary capital inflows fell by 7.2 billion dollars while the surplus of the whole capital account declined by 6.5 billion. This fall created the need for a significant adjustment of the economy"* (Bonvecchi et alii, 1997).

hiperinflación básicamente porque la oposición estaba primera en las encuestas y hacían declaraciones 'incendiarias' sobre la política económica" (Machuca, 1996).

¹¹⁰ Rozenwurcel e Bieger (1997) fazem um análise das características mais destacadas do sistema financeiro durante a crise. "Los depósitos totales cayeron 8.500 millones de pesos (19%, o el equivalente a 3 puntos del PBI). Esto es el resultado de una caída de los depósitos en pesos de 5.200 millones (23%) y de los depósitos en dólares de 3.600 millones (16%). La consecuente reducción de las reservas internacionales líquidas fue de 4.900 millones de dólares (30%). Sin embargo, la base monetaria sólo se redujo en 3.100 millones. Por lo tanto, el respaldo de la convertibilidad disminuyó en 1.800 millones de dólares. El Banco Central enfrentó la caída en los depósitos bajando fuertemente los requisitos de encaje (que disminuyeron, en promedio, del 17.6% al 9.5%) y otorgando redescuentos y pases a corto plazo a los bancos problemas. Como resultado, el apoyo total provista al sistema alcanzó los 6.300 millones de dólares: 2.200 millones en asistencia directa y 4.100 millones mediante la disminución de los requisitos de reservas. Por lo tanto, todos los otros activos mantenidos por el sistema, principalmente los préstamos, se contrajeron mucho menos que los depósitos: 2.500 millones de dólares (4%). Sin embargo, si se incorporan a este cálculo los intereses no refinanciados, la asfixia crediticia provocada por la corrida bancaria puede ser estimada, en forma conservadora, en no menos de 6.000 millones de dólares, 2.5 veces el monto antes mencionado (considerando una tasa activa promedio anual del 15% a lo largo de un periodo de cinco meses). Esto equivale al 10% de los préstamos totales existentes al comienzo de la crisis y a casi al 2% del PBI, lo que puede ayudar a explicar la severidad de la recesión económica subsecuente. Al mismo tiempo, la tasa de interés pasiva trepó del 9.6% al 15.5%, después de haber alcanzado un máximo de 19.4%. La tasa activa, por su parte, creció del 26.8% a un pico del 38.4% en marzo de 1995, para luego disminuir a 28.6%, todavía excesivamente alta en términos reales."

Tabela 5.18 - Alocação dos fluxos de capital, 1994/1995 (em milhões de dólares)

Trimestre	Setor Público	Setor Privado (1)	Superávit Conta Capital (1)	Movim. Capitais Compensatórios (1)	Movim. Capitais Autônomos
1994 I	78	2426	2997	493	2504
II	-243	2657	2369	-45	2414
III	419	1506	2363	438	1925
IV	2413	1881	4218	-76	4294
1995 I	241	-3088	-3316	13	-3329
II	1319	-345	2262	1288	974
III	1517	-436	1264	183	1081
IV	2830	2371	5217	16	5201

Fonte: Bonvecchi, Fanelli e Frenkel (1997). (1) Inclui erros e omissões

Como se observa na Tabela 5.17, a incerteza com relação ao setor externo em 1994 foi-se agravando gradualmente nos primeiros três trimestres de 1995. Isto se expressa na diminuição do superávit na conta de capital e no aumento na demanda de recursos externos por parte do setor público *vis-à-vis* uma redução na participação do setor privado. No primeiro trimestre de 1995, os capitais autônomos mostram uma clara tendência a evadirem-se do país, obrigando a compensações através de um forte aumento na demanda pública por recursos externos, os quais eram provenientes, em sua maioria, de organismos multilaterais. Os capitais autônomos voltam com os acordos firmados pelo governo, em fins de 1995. A composição da conta de capital durante a crise mostra-se, assim, similar à observada durante a década de 80.

Um outro aspecto a ser destacado diz respeito ao efeito da crise sobre o setor real, num contexto em que as medidas estruturais tinham deixado de impulsionar o nível de atividade econômica e começavam a afetar negativamente muitos setores internos. A crise financeira implicou um forte aperto financeiro, particularmente para as pequenas e médias empresas, tendo em vista que, em função da fuga de capitais e da crise bancária, agudizou-se a segmentação entre os distintos demandantes e ofertantes no mercado financeiro que não tinham acesso aos recursos do sistema financeiro internacional. Isto prejudicou especialmente as empresas de menor porte, e, nos primeiros meses de 1995, registrou-se um recorde de falências. Vinculado ao ajuste no setor real, há o ajuste simultâneo na balança comercial. A crise levou a um forte crescimento das exportações e a uma queda das importações. *"There was a large reduction in the current and trade account deficit. In fact, the features of the post 'Tequila' adjustment of the external sector in Argentina are impressive. In just one year, there was a reversal in the net amount of trade deficit of over 6 billion dollars. The principal sources of this remarkable reversion in the trade account disequilibrium were the increase in exports and the fall in imports. The main reasons explaining the recovery in exports were the improvement in the terms of trade (by around 10%) and the recovery of domestic demand in Brazil which spilled over into Argentina. Exports to Brazil rose from 3.6 billion in 1994 to 5.5 billion in 1995. The fall in imports was basically induced by domestic*

recessio” (Bonvecchi et alii, 1997). Desta maneira, como sugerem estes autores, a crise externa implicou, pela primeira vez, um saldo comercial positivo desde 1992, que compensou parcialmente o déficit em conta corrente e diminuiu os efeitos recessivos internos.

Por outro lado, este superávit comercial esteve também fortemente vinculado aos recentes acontecimentos econômicos da economia brasileira, em que o Plano Real, de julho de 1994, implicou uma forte sobrevalorização de sua moeda e um incremento da demanda do Brasil por produtos argentinos. Como veremos no capítulo seguinte, a participação do Brasil como destinatário das exportações argentinas será muito significativa, particularmente no que se refere aos produtos manufaturados de origem industrial. Contudo, este fato está vinculado a uma situação favorável internacionalmente no que tange ao comércio mundial, que difere das circunstâncias em que se produziu a crise financeira externa de 1995, comparativamente à de 1982, e que beneficiou não somente a Argentina, mas também toda a América Latina. Isto é destacado por Canitrot (1996): *“como ocurriera en 1982, la respuesta inicial fue una crisis financiera en México que amenazó extenderse al resto de América Latina. Hubo un primer movimiento generalizado de salida de capitales en el primer trimestre de 1995, durante el cual Argentina llegó al borde de la catástrofe. Pero luego se detuvo. La tan temida reiteración de la crisis de 1982 finalmente no se produjo. Esta mayor resistencia de las economías latinoamericanas a los efectos del alza de la tasa de interés en dólares no resultó de una nueva fortaleza adquirida por sus sistemas financieros. Estos seguían tan vulnerables a una crisis mayor en 1995 como en el pasado. Obedeció en cambio, a la distinta circunstancia que motivó tal alza. En 1981 el Fed elevó la tasa de interés abruptamente a alturas inusitadas (18%) como respuesta a una inflación preexistente y con tendencia a acelerarse. La decisión tuvo entonces un duro efecto recesivo sobre la economía de los EEUU. En 1994, la coyuntura era otra. La elevación de la tasa de interés se llevó a cabo de manera gradual, como prevención de una posible inflación futura, en un contexto claramente expansivo. De ese modo, en América Latina, los efectos recesivos del aumento de la tasa de interés en dólares, se superpusieron a los efectos expansivos de la recuperada demanda mundial. Esto hizo que el comportamiento del nivel de actividad de las economías latinoamericanas durante 1995 fuera muy disímil, según la incidencia relativa en cada país del ciclo capital y del ciclo de comercio”*. Em conseqüência, a própria demanda brasileira por produtos argentinos, por sua vez, foi determinada por uma situação internacional não recessiva. Isto é ainda mais significativo se considerarmos que o Brasil também dependeu fortemente de capitais externos para cobrir seu déficit em conta-corrente e apresentou uma alta participação dos Estados Unidos como país destinatário de suas exportações.

A conclusão do observado após os efeitos da crise mexicana sobre a economia argentina é que a impossibilidade de continuar financiando o déficit em conta-corrente com capitais voluntários externos levou a uma rápida reversão dos principais indicadores que haviam mostrado uma evolução positiva desde o início do Programa de Conversibilidade. Apenas a taxa de inflação continuou baixa, mas isto

veio acompanhado de um período recessivo e uma alta taxa de desemprego. Contudo, a Argentina conseguiu frear exitosamente a crise financeira e atenuar os seus efeitos recessivos graças ao apoio e à disponibilidade de recursos por parte dos organismos internacionais, à conjuntura positiva na economia brasileira e ao contexto internacional favorável que mostrava uma fase de expansão do comércio. Provavelmente, noutras circunstâncias, os efeitos poderiam ter sido muito mais severos, com o risco de um desmoronamento das contas públicas - pondo fim ao esquema de conversão - e uma quebra generalizada no sistema financeiro doméstico. De todo modo, o que se mostrou indiscutível foi a necessidade de que exista no sistema financeiro a presença de um emprestador de última instância. Dado que, finalmente, foi o governo que reassumiu esta função, e necessitou fazê-lo tomando crédito externo, gerou-se uma deterioração das contas externa e fiscal a partir do incremento do pagamento de seu serviço, como será analisado no capítulo seguinte.

6. AS DIFICULDADES PARA SUPERAR OS DESEQUILÍBRIOS EXTERNO E FISCAL

O comportamento da economia argentina depois da crise de 1995 deixou dúvidas com respeito à solidez dos ajustes macroeconômicos efetuados desde 1989. Embora em 1994 a situação macroeconômica já se mostrasse deteriorada, em 1995 a magnitude da crise pôs em risco a totalidade do sistema financeiro, enquanto a dificuldade para fechar as contas públicas pôs em jogo a própria conversibilidade. A impossibilidade do governo de realizar o fechamento externo por meio de uma desvalorização da taxa de câmbio implicou uma rigidez no funcionamento da economia doméstica, que praticamente deixou as autoridades sem instrumentos para amortecer o impacto econômico externo. Desta maneira, ficou claro que a questão fundamental para a manutenção do ritmo de atividade econômica era a continuidade da entrada de capitais externos. Meyer (1997) explica corretamente de que forma, sob o regime de conversibilidade, uma menor entrada de recursos externos atinge violentamente a atividade interna: “Um dos pontos mais vulneráveis do programa de estabilização argentino é a sua dependência de capitais externos. Em um regime de taxa cambial fixa em que há livre mobilidade de capitais e no qual o banco central assume basicamente o papel de caixa de conversão de moedas, fugas de capitais contraem os agregados monetários e, por conseguinte, a oferta de crédito. Dependendo da magnitude do fenômeno, o resultado é a contração do produto, dos preços e do emprego. Além disso, a saída de capitais agrava a liquidez do sistema bancário, que tem de enfrentar uma corrida contra seus depósitos, e piora a situação financeira do setor público, que vê suas fontes de financiamento minguarem ao mesmo tempo em que suas receitas se contraem”.

A experiência pós-“tequila” na Argentina revela que, para socorrer o sistema financeiro e as contas públicas, o governo precisou recorrer aos recursos dos organismos multilaterais, sobretudo no momento em que se agudizava o processo de fuga de capitais. Mesmo assim, para poder intervir no sistema financeiro interno, o governo precisou ainda livrar-se das restrições que ele mesmo se impusera. De qualquer forma, uma importante conclusão é que “nem o sistema bimonetário argentino – que, além da moeda nacional, admite a livre circulação de moeda estrangeira e sua utilização em depósitos e empréstimos bancários -, adotado originalmente para evitar a ocorrência de fuga de capitais associada a expectativas de desvalorização da taxa de câmbio, foi capaz de evitar o que aconteceu” (Meyer, 1997). Levando em consideração que desde a implementação do Plano de Conversibilidade surgiram duas crises financeiras (a do “efeito tequila” e a de novembro de 1992, esta última de menor magnitude) e que, ao longo delas, a consequência principal foi a intensificação do grau de dolarização do sistema financeiro doméstico, permanecem grandes dúvidas a respeito da capacidade real deste regime para gerar um processo de recuperação da moeda nacional. Mais ainda, surgem interrogações

sobre até que ponto as reformas estruturais implementadas foram responsáveis pela recuperação observada no período 1991-1994, *vis-à-vis* as modificações no mercado de capitais externos¹¹¹. Além do mais, dado que a deterioração do contexto começou a manifestar-se em 1994¹¹², com a rigidez da liquidez externa, a taxa de juros internacional se converteu numa variável central para determinar o nível de atividade econômica interna (Canitrot, 1996)¹¹³.

Observa-se a partir do Plano de Conversibilidade uma importante expansão do sistema financeiro interno, causada pelo processo de remonetização da economia e pelo notável aumento do volume do crédito. Contudo, esta evolução mostra simultaneamente alguns problemas. Em primeiro lugar, o nível do maior agregado monetário, aquele que inclui depósitos tanto em pesos como em dólares, continuou baixo em relação ao PIB: *"en realidad, hacia fines de 1994, luego del período de mayor estabilidad en los últimos cuarenta años, la relación M3-PBI era sólo del veinte por ciento, una relación substancialmente menor que la de países con tasas de inflación similares o aún más altas"* (Machinea, 1996a). Em consequência, como afirmam Rozenwurcel e Bleger (1997), *"el sistema bancario argentino todavía opera con un número relativamente elevado de instituciones, y puede considerarse físicamente sobredimensionado cuando se lo compara con el reducido volumen de fondos que intermedia"*. Os autores consideram que o nível de intermediação da economia argentina está ainda muito abaixo daquele dos países desenvolvidos e, inclusive, de economias de desenvolvimento similar; *"de hecho, todas las medidas relevantes de liquidez como proporción del PBI son, en la actualidad, aún bastante menores a aquellas alcanzadas por la Argentina antes de la crisis financiera de comienzos de los ochenta"* (Rozenwurcel e Bleger, 1997).

A isto soma-se a forte dolarização do sistema, que provocou uma considerável modificação na estrutura do balanço dos bancos. *"En diciembre de 1994, el cincuenta y dos por ciento del total de los activos de los bancos y el cincuenta y cuatro por ciento de sus pasivos se expresaban en dólares"*

¹¹¹ "The question has arisen in the political arena about whether the reforms are attaining their intended goals or, at least, whether unequivocal signs exist that the goals will be achieved in the future. From the analytical point of view, there are two fundamental problems in tackling this question. First, there is a transitional period between the implementation of the reforms and the achievement of the new situation of a fully liberalized market economy. During this period inverse results to what had been the expected to be the outcome of the reform could be observed. However, the literature makes no mention of the duration of the period. Second, in addition to the policy - induced changes, there could be other variables which are changing and affecting the economy. Consequently, it is very difficult to know what results must be attributed to the reform. In the particular case of Latin American, the major difficulty in isolating the results of the reform has been the dramatic and positive change in the conditions of access to international capital markets since the beginning of the nineties. It is very difficult to disentangle to what extent the increased degree of stability and the growth resumption of the nineties are due to the structural reforms and to what extent they are due to the disappearance of the financial conditions which caused the debt crisis of the eighties" (Faneli e Frenkel, 1997).

¹¹² "When short - and long - term interest rates started to increase in the United States, in 1994, changes in the trends of some key financial and real variables occurred. On the financial side, capital inflows dropped approximately 30% in 1994, compared to 1993, while the current account deficit, which had been growing since 1991, continued to increase in 1994. The joint effect of lower capital inflows and a larger current account deficit determined that reserves decline in 1994 for the first time in the decade. Under such circumstances the coefficient of monetization of the economy stopped growing. At the same time, the price of long - term Argentine bonds fell more than the American's, implying a rise in the country - risk factor. On the real side of the economy, some sectors exhibited incipient recessive trends in the second half of the year. These data suggest that relevant recessive trends were already present in 1994 before the Mexican crisis of December of that year" (Bonvecchi et alii, 1997).

¹¹³ *"En la Argentina, la crisis financiera se salvó, pero la intensidad del posterior efecto recesivo mostró que el régimen de tipo de cambio nominal fijo y de no restricción a los flujos de capital, hacia del nivel de actividad una variable altamente*

(Machinea, 1996a). A expansão do crédito destinou-se, principalmente ao setor privado. *"En el último trimestre de 1994, los créditos sumaban 58.800 millones de dólares, 52.500 de los cuales correspondían al sector privado"*. Fanelli e Frenkel (1997) observam que este processo de dolarização dos empréstimos deve-se, com certeza, a que os bancos estariam procurando equilibrar em seus balanços a dolarização dos ativos com os passivos, para precaverem-se diante do risco de desvalorização. Contudo, os autores destacam que este comportamento não salvaguarda os bancos do risco sistêmico: *"It is not possible to diversify away the devaluation risk for the system as a whole. Consequently, it is the borrower who must bear the devaluation risk, particularly those borrowers producing non - tradables. However, given that a devaluation could generate a generalized payment crisis, the behavior of banks matching dollar - denominated assets and liabilities might not be able to insure them against risk of insolvency if a change in relative prices occurred"* (Fanelli e Frenkel, 1997).

Machinea (1996a) sustenta que antes da ocorrência da crise mexicana o sistema financeiro apresentava duas fragilidades. Por um lado, a proporção em dólares dos créditos concedidos a setores produtores de bens não-transacionáveis era de, pelo menos, 55% do total de créditos. *"Esto sugiere que la posición financiera de los bancos podría tornarse frágil en el caso de una devaluación real, ya sea como resultado de una variación del tipo de cambio nominal o de una deflación"*. Por outro, a expansão do sistema financeiro não havia conseguido estender, de forma considerável, o prazo de duração dos depósitos. O vencimento médio dos mesmos era de quarenta dias no caso de moeda nacional e de noventa dias no caso do dólar - *"cualquier 'perturbación' en el sistema financiero podía provocar una reducción de los depósitos en un breve período"*¹¹⁴. Além do mais, vale observar que, não obstante os prazos dos empréstimos serem curtos, eram, todavia, mais extensos que o dos depósitos¹¹⁵. Mas este autor também observa que *"sin embargo, los créditos a corto plazo no implican que los mismos puedan ser recuperados en plazos breves en un contexto de una restricción generalizada del crédito. En realidad, los tomadores de préstamos cuentan con refinanciar sus créditos en forma continua y utilizar los recursos para financiar actividades que no pueden ser finalizadas en forma abrupta. Intentar obtener el reembolso del préstamo en forma anticipada podría forzar al tomador a incurrir en acciones que disminuyan su rentabilidad y por lo tanto reduzcan la*

sensible, tanto a la suba como a la baja, de la tasa de interés en dólares. (Canitrot, 1996).

¹¹⁴ "Following the reform, there was a minor improvement in the average maturity of deposits but this maturity is still only slightly longer than 30 days. The depositors' extreme preference for flexibility constitutes an unsurmountable obstacle for the banks to perform its maturity - transformation function. Most of the banks loans are extremely short term: overdraft facilities with an average maturity of 1.2 days account for 25% of total credit; secured loans with an average maturity of 99 days are equivalent to 33% of the total. Nonetheless, a positive development during the period was the reappearance of the supply of personal loans and mortgages which had been practically nil in the eighties. The maturity of these loans, however, is still too short (208 days and 1470 days respectively). The high risks that the banks must bear to manage the maturity of deposits and credit put a strong upward pressure on the spread (as well as high operational costs)" (Fanelli e Frenkel, 1997).

¹¹⁵ "Datos parciales muestran que el plazo promedio de los créditos era más extenso que el de los depósitos. Las principales razones de ello fueron los créditos externos y los títulos de deuda colocados en los mercados interno e internacional con plazos de vencimiento más largos" (Machinea, 1996a).

calidad de los activos del banco". Portanto, pode-se concluir que, a despeito da expansão observada no sistema financeiro nos anos 90, não se conseguiu solucionar a crônica insuficiência de financiamento de médio e longo prazos (Rozenwurcel e Bleger, 1997).

Machinea (1996a) observa ainda que o nível médio de encaixes decresceu de 25,2%, em março de 1991, para 15,9%, em dezembro de 1994, continuando, mesmo assim, elevado pelo fato de que as autoridades apostavam que desta maneira se procurava compensar a ausência de um prestador de última instância. O autor afirma ainda que, embora em "cenários de alta volatilidade", como o argentino, os níveis de reservas devam ser mais altos que aqueles verificados nas economias mais estáveis, este mecanismo, como substituto de um prestador de última instância, mostra-se ineficaz e ineficiente. O esquema do sistema financeiro argentino foi elaborado sob a recomendação de que o funcionamento adequado para tratar os problemas de "risco moral" seria alcançado mediante a proibição da garantia de depósitos ou da presença de um prestador de última instância. *"However, the strict application of the Central Bank's Charter would have forced the liquidation of a major number of banks and would have made it impossible for the authorities to handle the crisis. The intervention of the Central Bank to support the banks was very successful at preventing a generalized failure. By the end of 1995, the most dramatic effects of the crisis had receded and the banking system had recovered a good part of the deposits lost during the crisis"* (Fanelli e Frenkel, 1997). A presença de um sistema financeiro sem rede de segurança contribuiu para propagar a crise do "efeito tequila" na Argentina, aumentando a vulnerabilidade ao risco sistêmico (Rozenwurcel e Bleger, 1997). Por outro lado, o esquema de funcionamento do sistema financeiro implicava uma supervisão sobre o mesmo demasiadamente fraca por parte das Autoridades Monetárias. Este foi, também, um aspecto decisivo na ampliação das conseqüências da crise do "efeito tequila" na Argentina, uma vez que numerosas entidades bancárias não cumpriam os requisitos determinados pelo Banco Central e nem sequer informavam adequadamente às Autoridades Monetárias tal situação¹¹⁶.

Tabela 6.1 - Número de entidades financeiras e sucursais 1980/1996

Entidade	dic-80		dic-91		dic-94		ago-95		nov-96	
	Ent.	Suc.	Ent.	Suc.	Ent.	Suc.	Ent.	Suc.	Ent.	Suc.
Beos. públicos nacionais	4	695	6	931	6	907	4	594	3	553
Beos. públicos prov. e municp.	31	1145	29	916	27	752	29	1012	21	920
Total bancos públicos	35	1840	35	1847	33	1659	33	1606	24	1473
Beos. privados nacionais			57	1090	66	1198	59	1467	59	1807
Beos. estrangeiros	27	215	31	322	31	360	31	405	28	375
Beos. cooperativos			44	799	38	842	12	524	8	350
Total bancos privados	179	1999	132	2211	135	2400	102	2396	95	2532
Total bancos	214	3839	167	4058	168	4059	135	4002	119	4005
Total Inst. Não-bancárias	255	280	47	28	37	22	31	51	26	44
Total do sistema	469	4119	214	4086	205	4081	166	4053	145	4049

Fonte: Rozenwurcel e Bleger (1997).

¹¹⁶ "En ese sentido, algunos analistas han sugerido que, en realidad, el capital declarado de muchos bancos puede estar sobreestimado" (Rozenwurcel e Bleger, 1997).

Por outro lado, o sistema financeiro operou com taxas de juros elevadas e altos *spreads*, refletindo a continuidade do risco sistêmico. Fanelli e Frenkel (1997) afirmam que a queda inicial dos níveis destas taxas deve-se mais ao efeito positivo da queda da inflação e da estabilização do que propriamente à reforma financeira. A continuidade de um alto nível de risco sistêmico influenciou decisivamente na manutenção das altas taxas de juros, dado que num contexto de livre mobilidade de capitais a taxa de juros interna é determinada basicamente pela taxa de juros internacional, mas reflete também tanto o risco de desvalorização quanto o sistêmico. Portanto, os autores destacam que o plano de estabilização foi eficaz para reduzir significativamente a desvalorização esperada e o risco-país, mas não conseguiu debelar o elevado nível residual de “risco sistêmico”. *“The evolution of systemic risk (measured by the country risk) shows this clearly. It is clear that the success of stabilization had a permanent and a favorable impact on the level of systemic risk. However, after the once-and-for-all decline induced by the implementation of the program in 1991, the systemic risk did not experience any further permanent improvement. Indeed, its evolution has shown two important negative features: there were sizable fluctuations in the country risk and its average level is still too high - ‘seen in the strong increase in the country risk after the Mexican crisis’ (Fanelli e Frenkel, 1997)¹¹⁷.*

No que tange ao funcionamento do sistema financeiro, Machinea (1996a) observa que o *spread* anual para todos os depósitos, que foi, em média, de 13% entre 1991 e 1994, situava-se ainda em 10% em dezembro de 1994, indicando que os custos operacionais das instituições financeiras eram ainda excessivamente altos e que o sistema não havia feito o ajuste. *“Esto puede explicarse por la ausencia de crédito al comienzo de la convertibilidad, lo que permitió otorgar préstamos a altas tasas de interés a tomadores prácticamente sin deudas. No obstante, las altas tasas activas estaban señalando la existencia de otro problema: la potencial insolvencia de aquellos que habían obtenido créditos a tasas de interés muy altas durante un largo período de tiempo.”* O que se observa é que, embora o número de habitantes por sucursal (8.000) seja similar ao dos países industrializados, este indicador é inconsistente com o baixo grau de monetização e de aprofundamento financeiro da Argentina (Rozenwurcel e Bleger, 1997). Desta maneira, afirmam Fanelli e Frenkel (1997), *“financial deregulation was unable to further reduce the spread because three of the most important structural weaknesses of the Argentine financial system persisted after liberalization: the low average term - maturity of both deposits and credit, the high operational unit costs of financial institutions, and the high proportion of nonperforming loans in bank portfolios”.*

Soma-se a isto o fato de que a Conversibilidade produziu um processo significativo de concentração do sistema financeiro. Em relação a essa questão, Machinea (1996a), embora estranhando

¹¹⁷ “One factor which undoubtedly contributed to maintaining the high residual of systemic risk is that the system’s degree of stability under convertibility and free capital movements proved to be highly dependent on changes in the direction of capital flows. The effects of the Mexican shock in December 1994 clearly illustrate this point....In particular, the Central Bank acted as lender of last resort granting rediscounts to banks and a Trust Fund to support troubled banks was created. Rediscounts plus loans granted by the Trust Fund amounted to 2.4 billion dollars. Additionally, a compulsory deposit guarantee scheme was

tal resultado, dadas as “evidentes ineficiências” do sistema, aponta duas razões. Em primeiro lugar, os bancos atravessavam um período dourado: os depósitos estavam aumentando mais do que o valor das taxas de juros passivas, sendo que as altas taxas ativas geravam grandes lucros; a inadimplência não parecia significativa no contexto de uma economia em crescimento. Neste cenário, os bancos não se preocuparam em reduzir custos, por exemplo, mediante fusões e “take-overs”. Em segundo lugar, o Banco Central não oferecia incentivos para atingir estes objetivos. Desta forma, parece válida a conclusão de Rozenwurcel e Bleger (1997) ao afirmarem que *“el fracaso del sector bancario en reorganizarse endógenamente - necesidad ampliamente reconocida como inevitable -, aun en circunstancias tan favorables, sugiere enfáticamente que en ocasiones los incentivos de mercado por si solos pueden generar señales incorrectas, y que una política activa por parte del Banco Central, induciendo fusiones y adquisiciones, puede ser necesaria”*. Como resultado, a reestruturação do sistema bancário finalmente se deu após a crise do “tequila”, mas impulsada pelas Autoridades Monetárias. Em consequência, tanto o aumento da liquidez do sistema financeiro quanto o processo de reorganização do sistema bancário terminaram sendo implementados sob direção oficial.

Tabela 6.2 - Concentração de depósitos bancários 1990/1996

(em porcentagens sobre o total do sistema)

	Dez.90	Dez.94	Mar.95	Jul.95	Out.96
5 maiores bancos	41,2	37,0	39,9	42,7	38,4
10 maiores bancos	54,1	50,6	54,4	58,1	58,4
20 maiores bancos	67,8	65,3	69,4	72,8	75,0
Restante do sistema	32,2	34,7	30,6	27,2	25,0

Fonte: Rozenwurcel e Bleger (1997).

Como mostra a Tabela 6.2, o processo de concentração no sistema bancário iniciou-se após a crise externa, manifestando-se num significativo aumento da participação dos vinte maiores bancos nos depósitos do sistema bancário. Esta participação passa de 65,3% dos depósitos totais, em dezembro de 1994, para 75%, em outubro de 1996. Observa-se um processo similar quando se considera a participação dos dez maiores bancos: em dezembro de 1994, antes da crise mexicana, eles concentravam 50,6% dos depósitos totais no sistema bancário; em outubro de 1996, esta participação situava-se em 58,4%. Desta maneira, pode-se observar que o sistema financeiro encontrava-se ainda em um processo de reestruturação. Por outro lado, observa-se desde 1996 um processo de entrada de bancos estrangeiros no sistema financeiro doméstico e de importantes fusões internas. Por exemplo, o Deutsche Bank foi adquirido pelo Banco de Boston; o Banco Bilbao Vizcaya adquiriu o Banco Francês e o Banco Crédito Argentino; o Banco Santander comprou parte do Banco Río; e, finalmente, o Banco Canadense adquiriu o Banco Quilmes. Observa-se, assim, que a estrutura do sistema bancário argentino continuava passando por importantes modificações. Não obstante, os dados da Tabela 6.3

também refletem o fato de que os bancos públicos ainda conservavam uma posição chave no sistema, sobretudo na ativa presença dos bancos Nación e Provincia de Buenos Aires e do Banco Hipotecario Nacional. A intenção do governo de privatizar o Banco Nación e o BHN revela que também por este caminho o sistema financeiro continuava em um processo de reestruturação.

Tabela 6.3 - Ranking de bancos 1997

Nro	Ativos	Milh. \$	Nro	Empréstimos	Milh. \$	Nro	Depósitos	Milh. \$	Nro	Patrimônio Líquido	Milh. \$
1	Nación	15263	1	Nación	7108	1	Nación	9239	1	B.H.N.	2770
2	Provincia B. Aires	1442	2	Provincia B. Aires	6327	2	Provincia B. Aires	8033	2	Nación	1963
3	Río/ Santander	9885	3	Galicia/ Sudecor	5365	3	Galicia/ Sudecor	4866	3	Provincia B. Aires	1419
4	Galicia/ Sudecor	9617	4	Francês/ Crédito	4596	4	Río/ Santander	4329	4	Río/ Santander	1006
5	Francês/ Crédito	7872	5	Río/ Santander	4243	5	Francês/ Crédito	3929	5	Galicia/ Sudecor	953
6	Boston/ Deustsche	7826	6	Boston/ Deustsche	3882	6	Boston/ Deustsche	3554	6	Francês/ Crédito	952
7	Citi	4761	7	Hipotecario	3725	7	Citi	3034	7	Boston/ Deustsche	594
8	Hipotecario	4261	8	Citi	2806	8	Roberts	1836	8	BICE	503
9	Roberts	3747	9	Bansud	2565	9	Ciudad Bs As	1657	9	Citi	466
10	Bansud	3645	10	Roberts	2046	10	B.N.L.	1566	10	Bansud	425

Fonte: BAE (30/ 09/ 97).

O Banco Central sustentava, que adotando-se normas estritas no tocante aos requerimentos de capital, diversificação de riscos creditícios, provisões para empréstimos em situação irregular e padrões mínimos de auditoria - que em alguns casos são mais severas que as definidas na versão original dos Acordos de Basileia (Rozenwurcel e Bleger, 1997)¹¹⁸ -, não seria necessário um controle maior de sua parte, assim como não haveria necessidade de um emprestador de última instância. Depois da crise, o Banco Central continuou nesta direção e reforçou tais normas visando reduzir a vulnerabilidade do sistema financeiro diante das futuras diminuições nos fluxos de capitais. Em agosto de 1995, ele substituiu as reservas bancárias não-remuneradas por exigências de liquidez, aplicadas de forma uniforme sobre um conjunto mais amplo de passivos bancários com prazos inferiores a 360 dias. Porém, esta mudança teve um custo para o governo “na forma de redução do lucro do Banco Central” (Meyer, 1997). Em setembro de 1996, o Banco Central fixou os requerimentos de capital em 16% do capital. Por outro lado, negociou, em dezembro de 1996, um acordo com treze bancos estrangeiros de uma linha de crédito eventual (*stand by*) de US\$ 6,1 bilhões, no caso de surgir uma nova corrida contra o sistema bancário. “Esse montante corresponde a cerca de 10% dos depósitos bancários projetados para o final de 1997. O custo anual (*commitment fee*) dessa linha eventual foi fixado em 0,325%; no caso de ser utilizada, a taxa de juros será igual a Libor acrescida de margem de 207 pontos básicos. [...] se ao montante dessa linha forem somados os requerimentos de liquidez, chega-se a um colchão de

¹¹⁸ “Así, para la determinación de los requisitos de capital, además de tener en cuenta los activos bancarios ponderados por riesgo - tal como lo establecían los estándares de Basilea I - se impusieron exigencias adicionales de acuerdo con el nivel de inmovilizaciones y el de las tasas de interés activas, penalizando de esta manera las estrategias más riesgosas basadas en tasa activas extremadamente altas. Como resultado, en diciembre de 1994 la relación entre los capitales y los activos declarados era, en promedio, el 16%. Esto significa un apalancamiento mucho menor al que se encuentra en la mayoría de los países, sean desarrollados o emergentes, y representó un costo al menos parcialmente asociado con la rigidez del régimen de política, y particularmente con la falta de un prestamista de última instancia”. (Rozenwurcel e Bleger, 1997).

liquidez de aproximadamente 30% dos depósitos bancários” (Meyer, 1997)¹¹⁹. Desta maneira, o governo adotou importantes precauções para evitar a possibilidade de uma nova crise financeira.

Um primeiro balanço do sistema financeiro é feito corretamente por Machinea (1997): *“la estabilidad generó un aumento en la monetización, pero de cualquier manera los agregados monetarios son substancialmente menores que en casi cualquier país. Este es un problema y una oportunidad al mismo tiempo; un problema porque la escasa monetización es quizás el principal factor para explicar el elevado nivel de las tasas de interés activas; una oportunidad porque el bajo nivel de monetización y bancarización hace presuponer, en una situación normal, un fuerte crecimiento de los agregados monetarios en los próximos años. Esta es una de las razones - junto con la concentración a nivel internacional y las exageradas exigencias de capital impuestas por el Banco Central de la República Argentina - que explican un creciente proceso de transnacionalización en la banca argentina”*. Portanto, em face da entrada de bancos estrangeiros e das fortes exigências impostas pelo Banco Central aos bancos que operavam no sistema doméstico, a eliminação dos bancos mais frágeis tornou o sistema financeiro atualmente institucionalmente mais sólido (Machinea, 1997).

Tabela 6.4 - Dívida externa 1991/1996(1) (bilhões de dólares)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
DÍVIDA EXTERNA TOTAL	58,4	59,1	67,8	79,5	89,7	96,1
Setor Público Não-Financeiro e Banco Central	52,6	50,5	53,4	61,3	67	72
Bônus e Títulos públicos	1,1	3	31,6	36,9	38	44,7
Dívida refinanciada no Plano Financeiro 1992	31,3	29,4	0	0	0	0
Organismos internacionais	8	7,1	10,5	11,3	15,1	15
Credores oficiais (2)	8,8	9	9,6	10,9	11,6	10,6
Bancos comerciais (2)	1,5	0,9	1,2	1,6	1,7	1,2
Fornecedores e outros (2)	1,8	1,1	0,6	0,6	0,6	0,4
Setor Privado Não-Financeiro	0,8	2,1	5,5	7,4	9,1	10,3
Bônus e Títulos públicos	0,4	1,7	4,9	6,4	7,8	8,5
Organismos internacionais	0,2	0,3	0,4	0,5	0,7	0,8
Bancos participantes	0,1	0,2	0,3	0,5	0,6	1
Setor Financeiro	5,1	6,5	8,9	10,8	13,6	13,8
Bônus e Títulos	0,1	0,8	2	2,8	2,5	3,3
Linhas de crédito	3	4,1	4,3	5,2	7,2	6,5
Organismos internacionais	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5
Depósitos	0,2	0,3	1	1,7	1,7	1,6
Obrigações diversas	1,4	1	1,3	0,7	1,8	1,9

Fonte: Ministério de Economia e Obras e Servicios Públicos. Elaborado por Meyer (1997).

(1) Dados provisórios

(2) Bônus e Títulos públicos incluem bônus ao par e com desconto do Plano Financeiro 1992, garantidos por títulos de cupom zero do governo dos EUA.

¹¹⁹ “Afora essas medidas, o Banco Central vem adotando uma série de providências cujo objetivo é aumentar a segurança e transparência do sistema bancário. As normas que regem a constituição de provisões tornaram-se mais estritas com o objetivo de forçar a recapitalização do sistema bancário. Em agosto de 1996, criou-se a Agência Central de Crédito, que reúne informações sobre a qualidade e a classificação dos tomadores de empréstimos. Além disso, com o objetivo de facilitar a avaliação do mercado, todos os bancos são obrigados a emitir bônus em valor igual a no mínimo 2% de seus depósitos ou, alternativamente, captar depósitos junto a bancos estrangeiros de primeira linha, em proporção equivalente, por prazo mínimo de 2 anos. Todos os bancos devem ser submetidos a auditorias externas e obter classificação de agências de avaliação de riscos.” (Meyer, 1997).

A presença de importantes bancos internacionais, por sua vez, revela que o sistema financeiro argentino estava também mais sólido no sentido de que, diante de um problema de liquidez da filial, a matriz poderia “atuar como prestador de última instância”, evitando, assim, maiores danos¹²⁰. Contudo, em contrapartida, a decisão de retirar-se da praça argentina de alguns bancos dessa magnitude poderia iniciar uma crise de grandes proporções no sistema. De qualquer modo, a experiência do comportamento do sistema financeiro argentino após o Plano de Conversibilidade mostrou que, embora se apresentassem alguns elementos preocupantes - como a forte dolarização, o descompasso entre depósitos e empréstimos, a falta de crédito de longo prazo -, além das interrogações colocadas pelas modificações em curso, definitivamente, estes elementos não impediram a retomada da atividade interna, ao contrário, a favoreceram. Vale dizer, embora com os fatos gerados pela crise financeira tenha ficado claro ser indispensável uma maior supervisão por parte do Banco Central e a presença de um prestador de última instância, o sistema financeiro não parece, no momento atual da economia argentina, ser um impedimento ao crescimento econômico.

Tabela 6.5 - Setor público consolidado 1991/1997 (em bilhões de pesos)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996 (*)	1997 (p)
DÉFICIT PÚBLICO (1)	5,8	1,1	0,6	4,8	9,3	8,5	5,9
Governo Central (2)	4,4	0,5	-2,2	1,4	3,9	5,9	3,0
Fundo Fiduciário para bancos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	0,6	0,2
Pagamentos por demissões	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3
Fundo Fiduciário de fundos de pensão provinciais	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	1,1
Juros capitalizados	0,0	0,2	0,7	1,0	1,2	1,0	0,8
Governos Provinciais	1,3	0,4	2,1	2,4	3,4	0,6	0,0
Fundo Fiduciário das províncias	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5
OUTRAS OPERAÇÕES	5,0	0,2	1,2	-3,2	2,6	0,1	0,0
Variações em atraso (3)	0,0	-5,3	-11,1	-5,1	1,5	-0,4	-1,1
Privatizações	5,0	5,5	12,3	1,9	1,1	0,5	1,1
DÍVIDA DO SETOR PÚBLICO (1)	67,1	71,2	80,5	93,9	106,0	115,8	123,8
Governo Central	58,7	62,4	69,6	80,7	89,3	98,5	106,0
Províncias	8,4	8,8	10,9	13,2	16,7	17,3	17,8
(Em % do PIB)							
DÉFICIT PÚBLICO	3,2	0,5	0,2	1,7	3,3	2,9	1,9
DÍVIDA DO SETOR PÚBLICO (1)	37,1	31,4	31,6	32,6	37,8	39,6	39,8
Governo Central	32,4	27,5	27,3	28	31,9	33,7	34,1
Províncias	4,6	3,9	4,3	4,6	6	5,9	5,7

Fonte: FMI. Elaborado por Meyer (1997).

(*) Preliminar. (p) Projetado.

(1) Exclui operações de dívida abaixo da linha tais como os pagamentos de garantia governamentais ou precatórios. Durante o período 1995-97, tais operações equivalem a mais ou menos 0,8% do PIB ao ano. Essas operações, no entanto, estão incluídas na dívida pública.

(2) Dados de 1996 e 1997 conforme programa acordado com o FMI

(3) Para 1995-97 supôs-se que os governos provinciais financiaram \$ 1,5 bilhão do déficit com atrasos de 1995 que são amortizados durante 1996-97.

¹²⁰ Este conceito me foi traduzido por José Luis Machuca numa conversa informal.

Não obstante, a política de salvamento do sistema financeiro, em 1995, implicou uma importante elevação da dívida pública externa (Tabela 6.4). O objetivo do governo era solucionar o problema da dívida externa com o refinanciamento dos pagamentos nos marcos do acordo do Plano Brady. Contudo, embora em 1992 parecesse ter sido estabilizada a dívida, a partir de 1993 o governo aproveitou a conjuntura favorável do sistema financeiro internacional para colocar no mercado Bônus e Títulos Públicos que foram utilizados para regularizar dívidas com fornecedores e aposentados e, posteriormente, financiar o déficit fiscal. Mas a crise financeira obrigou novamente o governo a procurar liquidez externa, e com isso a dívida pública sofreu novo aumento. A isto acrescenta-se o fato de que o setor financeiro e o não-financeiro privado também recorreram ao mercado internacional de capitais para financiar suas atividades. Nesse sentido, como se observa na Tabela 6.4, o Setor Financeiro Privado aumentou sua dívida externa de US\$ 800 milhões, em 1991, para US\$ 10,3 bilhões, em 1996, enquanto o setor financeiro o fez de US\$ 5,1 bilhões para US\$ 13,8 bilhões. Assim, a participação do setor público na dívida externa total reduziu-se de 90%, em 1991, para 75%, em 1996. Se o setor privado encontrar dificuldades de honrar suas obrigações externas num contexto internacional adverso, podem surgir expectativas de uma estatização da dívida pelo governo, como ocorreu em 1982.

Por outro lado, o salvamento do sistema financeiro e a estagnação da arrecadação tributária deterioraram rapidamente as contas públicas. Na Tabela 6.5 pode ser observada a influência da criação dos Fundos Fiduciários no aumento do déficit fiscal em mais de quatro bilhões de pesos desde 1995. Além disso, desde 1993 têm sido observadas importantes dificuldades no financiamento dos governos provinciais - que entre 1996 e 1997 esperava-se cobrir com atrasos (ver nota 3 da Tabela 6.5), o que melhora a apresentação das contas fiscais, mas não significa uma solução de longo prazo. A dívida das províncias elevou-se na Conversibilidade, enquanto suas atividades produtivas foram muito afetadas pela política de abertura externa. Desde 1995, têm sido freqüentes os problemas sociais, expressados nos altos índices de desemprego nas províncias. As dívidas são maiores devido ao fato de as contas dos governos provinciais estarem necessitando de uma importante reestruturação. Além disso, como o peso do setor fiscal é muito elevado nas economias das províncias, uma reforma dos setores públicos provinciais poderia aprofundar um contexto já recessivo.

Tabela 6.6 - Despesas Totais do Setor Público 1980/1995(1) (% PIB)

	1980-83	1984-1988	1989-94	1991	1992	1993	1994	1995
Despesas Totais	32,52	33,05	29,91	29,33	28,73	28,61	27,39	26,42
I. Funcionamento do Estado	5,5	5,02	5,25	5,24	5,52	5,78	5,34	4,7
II. Gasto Público Social (*)	14,57	16,4	17,31	17,65	17,8	18,03	18,41	18,41
III. Gasto com Empresas Públicas (**)	7,62	7,22	3,68	3,32	2,88	3,16	2,01	1,54
IV. Dívida Pública.	4,83	4,41	3,67	3,12	2,53	1,64	1,63	1,77

(1) Dados do Governo Nacional. Fonte: Argentina en Crecimiento, Vol. I (1995).

(*) Inclui Gasto em Recursos Humanos. (**) Inclui Gasto e Infra-estrutura Econômica.

Por sua vez, a dívida externa alcançou 115 bilhões de pesos (quase 40% do PIB) em fins de 1996, dos quais 98,5 bilhões de pesos (cerca de 34% do PIB) pertencem ao governo. Contudo, diante das limitações do mercado financeiro doméstico e das restrições do Banco Central para adquirir Títulos Públicos, o governo dependia fortemente dos mercados externos para financiar o déficit público, ao mesmo tempo que *“fugas de capitais privados, como as ocorridas em 1995, caso não sejam compensadas por financiamentos externos de instituições oficiais, podem levar o setor público rapidamente à inadimplência”*. (Meyer 1997). Assim, tanto para o governo quanto para a continuidade do Plano de Conversibilidade, havia uma forte dependência de uma situação favorável no mercado financeiro internacional e, em situações críticas, da assistência de organismos multilaterais. Ademais, a política de refinanciamento da dívida externa pode gerar um problema devido à acumulação dos vencimentos a curto prazo¹²¹. Em suma, o setor público não teve grandes problemas imediatos para financiar seu déficit nem seus compromissos externos, ainda que certas dificuldades possam surgir no médio prazo¹²². De qualquer modo, a experiência da conversibilidade mostra que, num contexto de retomada do crescimento econômico, o setor público é capaz de incrementar espetacularmente a arrecadação tributária, não parecendo que nestas condições o setor fiscal seja um elemento que possa impedir a recuperação da atividade interna.

Não obstante, um elemento adicional relacionado às contas públicas é que *“el gasto público consolidado, que incluye los gobiernos provinciales ha aumentado, en dólares constantes, más de un 50 por ciento entre el 91 y el 96. Sin embargo, a pesos constantes ha aumentado mucho menos, menos del 20 por ciento. La diferencia se explica por la gran apreciación del tipo de cambio, ya que mientras los precios aumentaron apreciablemente (53% los precios minoristas y 19 los mayoristas desde abril 1991 hasta la fecha), el tipo de cambio estuvo fijo. Entonces, cuando uno deflacta el gasto público por dólares constantes, éste aumentó mucho, mientras que si deflacta por el índice de precios se observa que el aumento de gasto público no ha sido tan importante”* (Machinea, 1997). Na

¹²¹ *“La Argentina tiene 50 por ciento de su deuda que ha sido colocada en forma compulsiva, deuda originada en el Plan Brady, a tasas del orden 5% al 6% y deuda colocada a proveedores y jubilados a tasas del orden 4% al 5.5%. Esta es deuda de largo plazo, pero a medida que vence hay que salir al mercado a captar recursos a tasas que, para plazos originales similares a la deuda que está venciendo, oscilan alrededor del 10%; ello implica casi duplicar la tasa de interés para una parte importante de la deuda pública. La alternativa es tomar la deuda de corto y endeudarse al 6 ó 7% por año; la consecuencia es que la maduración de la deuda se acorta y esto aumenta la vulnerabilidad del sector público. Entonces, el principal problema que tenemos acá es que cuando uno hace este ejercicio, los intereses del sector público aumentan en más de un punto y medio del producto en los 5 próximos años, lo que exige una mayor disciplina fiscal”* (Machinea, 1997)

¹²² *“A Argentina não deverá enfrentar dificuldades para financiar seu déficit público em 1997. As estimativas das necessidades de colocação bruta de dívida para cobrir o déficit do Governo Federal, líquido de receitas de privatizações, e os vencimentos de principal de sua dívida variam de US\$ 15 bilhões a US\$ 17 bilhões. O Governo Federal, depois das dificuldades enfrentadas em 1995 e aproveitando-se da situação favorável nos mercados financeiros internacionais, tem inclusive antecipado suas colocações de títulos, com o intuito de se prevenir em face de eventuais mudanças no cenário financeiro externo, bem como de alterações nas expectativas decorrentes do processo eleitoral no segundo semestre. No final de 1996, a Argentina já havia captado cerca de US\$ 2 bilhões relativos às necessidades de financiamento de 1997, e, no início deste ano, continuou indo agressivamente ao mercado internacional para cobrir antecipadamente as necessidades de financiamento do restante do ano. A Argentina chegou a colocar bônus do governo no valor de US\$ 2 bilhões com prazo de 20 anos e margem de 462 pontos básicos acima de títulos do tesouro dos EUA de prazo equivalente. Outro lançamento que chamou atenção, pelo fato de sinalizar expectativas quanto à estabilidade do peso, foi a colocação de bônus de US\$ 0,5 bilhão, com 10 anos de prazo, denominado em pesos e margem de 170 pontos básicos sobre títulos argentinos equivalentes denominados em dólares”* (Meyer,

realidade, em termos do PIB, observa-se uma importante diminuição das despesas totais entre 1989 e 1994, comparativamente ao verificado na década anterior (Tabela 6.6).

Analisando-se a composição do gasto público, percebe-se uma elevação no gasto social e uma forte diminuição nas despesas com as empresas públicas, além de uma pequena redução no pagamento dos juros da dívida. Esta situação coloca importantes interrogações. Por um lado, se a atividade econômica interna volta a sofrer uma importante diminuição que afete a arrecadação tributária, não parece que o governo tenha muitas possibilidades de reduzir as despesas. Isto é particularmente aplicável à despesa social, em face de um contexto marcado por uma elevada taxa de desemprego. Ademais, isto se complicaria ainda mais se, pelas razões mencionadas anteriormente, aumentasse o nível dos pagamentos com a dívida externa. Finalmente, no que se refere à retomada de crescimento econômico interno, *“si el gasto público es muy alto en dólares, los impuestos son muy altos en dólares, y éste es uno de los principales problemas de competitividad de la economía argentina”* (Machinea, 1997). Assim, observa-se uma limitação para o fechamento das contas fiscais, devido aos problemas no setor externo.

A forte sobrevalorização da taxa de câmbio tem sido, como já se afirmou, um dos problemas fundamentais relacionados ao Plano de Conversibilidade. Isso desembocou num forte saldo comercial negativo entre 1991 e 1994, o qual foi revertido pela crise do “efeito tequila”, que gerou um forte aumento nas exportações e uma abrupta diminuição das importações. Contudo, o processo de recuperação da atividade econômica interna, em curso desde meados de 1995, recompôs, parcialmente a dinâmica anterior. O saldo comercial positivo de US\$ 2,2 bilhões, em 1995, caiu quase pela metade em 1996, e para 1997 esperava-se uma balança equilibrada. Desta forma, adquire grande importância, novamente, a questão da entrada de capitais externos para equilibrar o déficit em conta-corrente. A Tabela 6.7 mostra uma série de indicadores externos, em que se observa que o governo fortaleceu, em 1996, seu estoque de reservas internacionais. Contudo, em termos de meses de importações, o volume de reservas aumentou apenas levemente. Outro dado preocupante é o que demonstra que a relação exportações/ juros externos está diminuindo desde 1994. Ela passou de 6,47 em 1992, após a assinatura do Plano Brady, para 4,84 em 1996.

Tabela 6.7 - Indicadores do setor externo 1991/1996

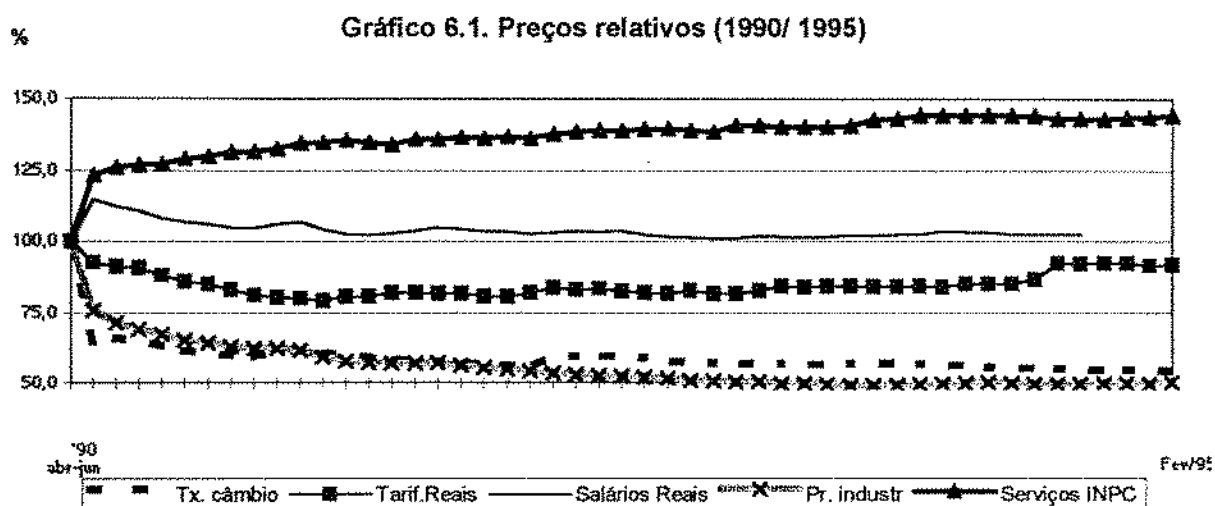
	1991	1992	1993	1994	1995	1996 (2)
Reservas internacionais (US\$ bilhões) (1)	7,9	11	15,5	16	16	19,7
Reservas internacionais (meses de importação)	12,5	9,6	11,9	9,6	10,2	10,7
Conta-Corrente/ PIB (%)	-0,2	-2,7	-3	-3,6	-1,4	-2,1
Dívida externa (US\$ bilhões) (1)	58,4	59,1	67,8	79,5	89,7	96,1
Dívida externa/ exportações (%) (2)	487,7	483,2	516,9	501,6	427,9	409,3
Dívida externa/ PIB (%)	31,1	25,7	26,1	27,7	31,4	31,9
Exportações/ Juros dívida externa (3)	3,16	6,47	5,13	5,41	5,39	4,84

Fonte: Meyer (1997). (1) Fim de período. (2) Dados preliminares.

(3) Fonte: Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos. Dados de juros de 1991 e 1992 equivalem aos juros líquidos pagos dos juros ganhos pelo BACEN e que não foram transferidos ao Tesouro.

Por outro lado, os efeitos da abertura comercial externa, juntamente com a taxa de câmbio sobrevalorizada, geraram uma estrutura de preços relativos fortemente prejudicial ao setor industrial interno. Como se observa no Gráfico 6.1, após a Lei de Conversibilidade em abril de 1991, a evolução dos preços-chaves da economia doméstica foi marcadamente diferente, dispersando-se notoriamente de seus valores correspondentes à média do segundo trimestre de 1990, tomados como referência pelo governo para o valor de equilíbrio da taxa de câmbio. Observa-se que os serviços privados no índice de preços ao consumidor mostraram um aumento de quase 50% entre o ano-base e o ano de 1995. Por sua vez, as tarifas reais caíram significativamente no início, mas posteriormente começaram a elevar-se à medida que as empresas de serviços públicos iam sendo privatizadas e as mesmas eram reajustadas, como determinavam as regulamentações das concessões. Já os salários reais tiveram, inicialmente, um forte aumento mas logo depois iniciaram uma lenta tendência declinante. Em contraste, as taxas de câmbio para exportações e importações mostraram uma forte redução, caindo cerca de 50% em relação ao valor do segundo trimestre de 1990¹²³.

¹²³ "Si bien esta tasa de inflación era la más baja en décadas, estaba mostrando un comportamiento de los precios al consumidor, empujados básicamente por los precios de los servicios, que tardaban en converger a la tasa de inflación internacional. De esta manera se agravaba el problema de atraso cambiario existente desde el inicio de la convertibilidad, es decir de deterioro relativo en el precio de los bienes comercializables.... La explicación debe buscarse en la persistencia de factores de inflación inercial, en el incremento del precio de los bienes y servicios que acompañaron la privatización de las empresas públicas y muy especialmente en la fuerte expansión de la demanda desde el inicio del Programa de Convertibilidad. Se daba así el caso de una economía que en un proceso de apertura económica disminuía en lugar de aumentar el tipo de cambio real. Este proceso fue sostenible durante este período como consecuencia del fuerte superávit comercial inicial y del importante ingreso de capitales posterior." (Machinea, 1996).



Fonte: Situación Latinoamericana. Média abril - junho = 100. A taxa de câmbio corresponde à média das taxas de importações industriais, de exportações agropecuárias e industriais.

Nestas circunstâncias, percebe-se que os preços industriais foram fortemente afetados. Em função da concorrência externa, tais preços reduziram-se fortemente, acompanhando a trajetória de sobrevalorização da taxa de câmbio de importações. Contudo, os mesmos não puderam recuperar-se quando, devido às medidas oficiais que restabeleceram algumas tarifas alfandegárias, a taxa de câmbio de importação mostrou certa desvalorização real. A explicação está no fato de que estes preços caíram fortemente em relação aos salários e em relação aos valores das tarifas públicas. Desta maneira, o setor perdeu muita competitividade, o que resultou no fechamento de muitas empresas industriais domésticas. Assim, *"the evolution of industrial prices must be attributed mainly to the combined effect of the trade liberalization shock and the fixing of the exchange rate. Under such circumstances, the industrial prices behaved like fully tradable goods. On the other hand, given that wages tended to lag somewhat behind the path of consumer prices, the value of the average manufacturing wage grew by 32% in relation to the wholesale prices index of the industrial goods. In dollars, wages grew by 52%"* (Fanelli e Frenkel, 1997). O que sucedeu, portanto, foi que, embora os salários tenham ficado estáveis ou diminuído em termos reais, elevaram-se em dólares.

Deste modo, o comportamento da economia argentina mostrou que *"tradables adjusted via 'quantities' and non-tradables adjusted via 'prices'". Given that the Argentine economy is small and open, the increased demand for imports was met by a supply that can be considered highly elastic while the higher demand for non - tradable goods exerted considerable pressure on prices because the supply could only be expanded at increasing marginal costs"* (Frenkel e Fanelli, 1995). A consequência foi uma rápida deterioração da balança comercial, dando início a um processo que levou à forte sobrevalorização da taxa de câmbio, ao mesmo tempo em que o setor industrial interno não teve capacidade para competir. Isto resultou num comportamento marcadamente distinto nos índices de preços de atacado em relação aos salários, *"this dynamics of wholesale prices vis-à-vis nominal wages induced an upward trend in the wage - industrial prices ratio which experienced a 38 percent increase"*

with respect to the 1983 - 88 average. These changes in relative prices, that combined a reduction in the purchasing power of wages with an important increment in industrial labor costs, are at the core of the competitiveness problem faced by the Argentine economy" (Fanelli e Frenkel, 1995). Estes autores concluem que a tendência descrita dos preços relativos leva a uma situação em que os recursos produtivos terminam sendo utilizados em atividades não-exportadoras¹²⁴.

Portanto, em face desta estrutura de preços relativos, as exportações argentinas continuam a se basear principalmente em bens primários. Na Tabela 6.8 observa-se que as exportações primárias somadas às manufaturas de origem agrícola constituíram quase 60% das exportações no período 1995-1996. Desde o início da Conversibilidade, as rubricas que mais se expandiram nos anos 90 foram combustíveis e energia, que duplicaram suas participações nas exportações totais. Desta maneira, 65% das exportações argentinas ainda apresentam certo grau de "primarização". No curto prazo, contudo, o comportamento das exportações argentinas não parece apresentar dificuldades importantes¹²⁵.

Tabela 6.8 - Exportações por grupos de mercadorias 1991/1996
(US\$ Bilhões)

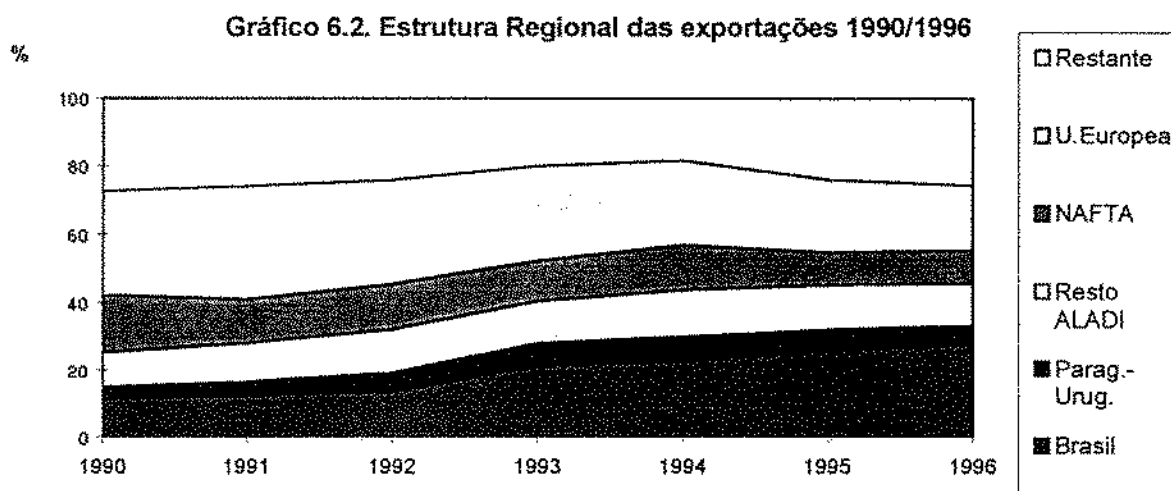
	1991	1992	1993	1994	1995	1996 (p)
Produtos Primários	3,3	3,5	3,3	3,7	4,8	5,3
Taxa de Crescimento (%)	-1,1	6	-6,3	14,1	28,7	10,2
Participação no total das exportações (%)	27,6	29	25	23,6	23	24,6
Manufaturas de origem agrícola	4,9	4,8	4,9	5,8	7,5	7,8
Taxa de Crescimento (%)	5,6	-2	2	17,8	28,9	4,2
Participação no total das exportações (%)	41,1	40	37,5	36,6	35,7	36,1
Manufaturas de origem industrial	3	2,8	3,7	4,6	6,5	5,8
Taxa de Crescimento (%)	-11,3	-5,3	30,3	26,3	40	-10,2
Participação no total das exportações (%)	24,9	23,4	28	29,3	31	27,1
Combustíveis e energia	0,8	0,9	1,2	1,7	2,2	2,6
Taxa de Crescimento (%)	-22,3	20,6	33,8	33,6	31,4	21,2
Participação no total das exportações (%)	6,4	7,7	9,4	10,4	10,3	12,2
Total	12	12,1	13,1	15,8	21	21,6
Taxa de Crescimento (%)	-3	0,8	8,6	20,8	32,3	2,9
Participação no total das exportações (%)	100	100	100	100	100	100

Fonte: Meyer (1997).

¹²⁴ "The post-shock inflationary dynamics showed no major difference from that observed in similar shock stabilization experiences which used the nominal exchange rate to 'anchor' prices... the path of the inflation rate can well be conceived of as the weighted average of two terms: the past inflation rate (inertia) and the rate of variation in the exchange rate (zero) plus the international inflation rate. The length of the period of fixed exchange rate explains the convergence observed in domestic inflation with the international rate. It can be said that convergence was reached in 1994 when the inflation rate was 3.9%, precisely at the end of the expansionary phase. At that time, consumer prices had risen approximately 60% compared to those at the beginning of the program" (Fanelli e Frenkel, 1997).

¹²⁵ "As perspectivas das exportações argentinas parecem promissoras. A colheita agrícola de 56 bilhões de toneladas em 1996/1997 é recorde. Existem estimativas de que ela poderá agregar entre US\$ 1,5 bilhão a US\$ 2 bilhões às exportações em 1997. A produção de petróleo e derivados foi privatizada e desregulamentada. Investimentos privados no setor estão aumentando a produção, cujo excedente é destinado ao mercado externo [...] Cabe mencionar que a Argentina, em função de elevados investimentos estrangeiros no setor de mineração, deverá se tornar importante exportador de minérios nos próximos anos" (Meyer, 1997).

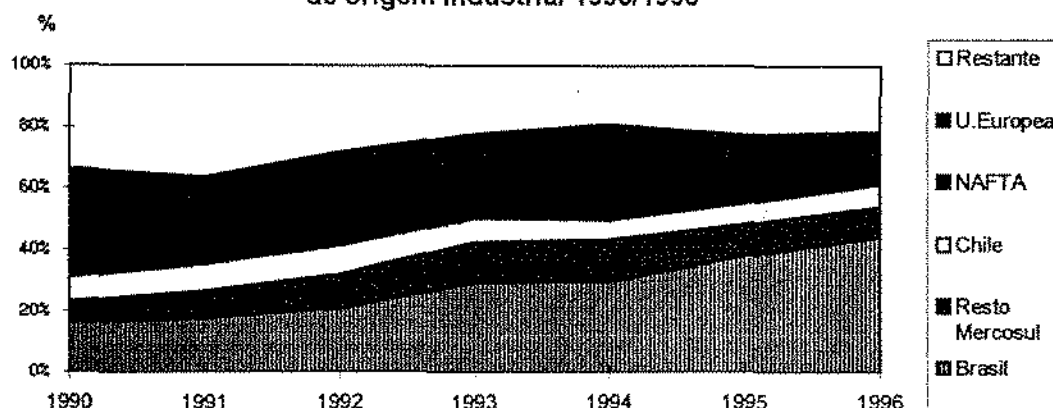
Porém, o comportamento da balança comercial externa levanta certas interrogações no que tange à dependência das exportações argentinas em relação à evolução dos países integrantes do Mercosul, particularmente ao Brasil. Na realidade, uma razão pela qual o impacto da crise externa de 1995 foi menor é o fato de que naquele momento a economia brasileira apresentou certas modificações que favoreceram as vendas dos produtos argentinos nesse país. O Brasil reduziu as tarifas de importações provenientes dos países-membros do Mercosul. Além disso, no início do Plano Real, em julho de 1994, valorizou-se fortemente a moeda brasileira em relação ao peso, favorecendo as exportações argentinas. “Finalmente, a desvalorização do dólar frente às principais moedas fortes, além da mencionada valorização do real, fez com que o peso se desvalorizasse em termos reais efetivos no período 1994-1995” (Meyer, 1997). O Gráfico 6.2 mostra o expressivo aumento da participação do Brasil como destino das exportações argentinas, passando de 11,5%, em 1990, para 27,8%, em 1996. Se acrescentarmos os demais países de ALADI, a participação se eleva para 45,6%.



Fonte: Machuca (1997).

A concentração do destino das exportações argentinas para as economias latino-americanas gera interrogações pelo fato de estes países, por sua vez, apresentarem certos desequilíbrios macroeconômicos potenciais que podem reduzir abruptamente a demanda por produtos argentinos. Isto é particularmente válido para a economia brasileira, que se encontra numa fase de transição e de reforma. Por esta razão, aumentam as dúvidas sobre o comportamento da balança comercial argentina. A economia brasileira adquire uma importância ainda maior quando se tem em conta que ela respondeu por quase 28% das exportações totais e constitui o maior comprador de manufaturas argentinas de origem industrial. Em 1996, o Brasil foi o destino de quase 45% das exportações destes produtos. Assim, problemas na capacidade de absorção brasileira, ou modificações em sua taxa de câmbio, podem gerar uma violenta redução das exportações de origem industrial argentina (Gráfico 6.3).

Gráfico 6.3. Participação regional das exportações de manufaturas de origem industrial 1990/1996



Fonte: Machinea (1997).

Por outro lado, deve-se ter em conta que o comportamento das exportações argentinas começou a melhorar a partir de 1993 (ver Tabela 6.8), quando o governo iniciou sua política de “desvalorização fiscal”, melhorando a taxa de câmbio real para as exportações (ver Gráfico 6.3). Desta maneira, um dos problemas essenciais da economia argentina é o nível da taxa de câmbio. Este problema ficou evidente desde o início do plano econômico em 1991. Contudo, como descrevem Gerchunoff e Machinea (1994), a atitude governamental com respeito à questão do nível da taxa de câmbio foi mudando: *“en realidad, las autoridades de política económica adoptaron desde muy temprano la postura retórica de negar el problema: se dijo primero que iba a haber deflación espontánea; cuando no la hubo se dijo que el nuevo tipo de cambio real de equilibrio era necesariamente más bajo que el del pasado y que por lo tanto no se iba a producir déficit de comercio; cuando hubo déficit se dijo que era sólo temporario; cuando persistió se dijo que era una buena noticia porque reflejaba una voluntad de invertir en la Argentina por encima del ahorro doméstico”*¹²⁶. A partir deste ponto, com base em Canovas e Gerchunoff, os autores definem a situação em que se encontrou a taxa de câmbio da economia argentina como “o teorema da dupla impossibilidade”: *“la deflación es imposible (porque no se produce espontáneamente y porque inducirla a través de la recesión sería riesgosa para el programa de estabilización) y la devaluación es imposible (porque generaría una crisis de credibilidad). Y, sin embargo, el tipo de cambio real no es de equilibrio. ¿Cuál es entonces la solución?. Hay dos alternativas: o reducir costos a través de la acción gubernamental, o incrementar la productividad.”* (Gerchunoff e Machinea, 1994).

O processo de abertura gerou um importante aumento de produtividade na economia argentina. Contudo, como destaca Kosacoff (1996), em muitos casos, este aumento foi importante em relação aos níveis passados de produtividade de algumas empresas argentinas, mas não ao ponto de permitir

¹²⁶ “Naturalmente, corresponde ser indulgente con dichas autoridades: los gobiernos defienden siempre lo que hacen y cada vez que pueden convierten en virtuosos los resultados.” (Gerchunoff e Machinea, 1994).

que se atingissem níveis de competitividade internacional. Por outro lado, como observam Gerchunoff e Machinea (1994), em grande medida, a Argentina pôde obter importantes ganhos de produtividade porque, na realidade, é uma economia pouco eficiente¹²⁷. Eles afirmam que esta estratégia consiste em que: *"si Mahoma no va a la montaña, la montaña vaya a Mahoma. Que el largo plazo resuelva los problemas del corto plazo. Si los salarios, los bienes de consumo no comerciables y los insumos no comerciables son caros en dólares en el punto de partida, dejarán de serlo en la medida en que se produzcan inversiones, aumente la eficiencia de dichas inversiones y por ende se incremente la productividad en todos los sectores (comerciables y no comerciables)"*. Porém, como afirmam Frenkel e Fanelli (1995), a evolução dos preços relativos da economia argentina, a partir da Conversibilidade, fez com que os investimentos se concentrassem em setores produtores de não-comercializáveis, em grande medida nos serviços privatizados. Finalmente, no aumento de produtividade que ocorreu desde o início do Plano de Conversibilidade teve participação importante o aumento dos investimentos nos setores de serviços públicos vinculados ao programa de privatizações. Contudo, isto foi compensado pela autorização de aumentos nas tarifas públicas em dólares¹²⁸.

Além do mais, esta estratégia levou a uma maior incerteza no que diz respeito ao fechamento das contas externas, dado que *"al comenzar el programa de estabilización, el ahorro deberá provenir en buena medida del exterior. En consecuencia, es necesario para el éxito de un experimento de este tipo que las condiciones del mercado internacional de capitales sean por algún tiempo las de una oferta muy elástica de fondos a bajas tasas de interés. Más adelante, la confianza, algunas reformas adicionales y el propio crecimiento de la economía proveerán una expansión del ahorro doméstico"* (Gerchunoff e Machinea, 1996). Portanto, isto faz com que a estratégia se torne uma corrida contra o tempo, uma vez que o financiamento externo não estará disponível para sempre.

O governo, portanto, aproveitou a conjuntura favorável de 1993 para melhorar a taxa de câmbio real da economia, com o objetivo de reduzir o saldo negativo na balança comercial. Contudo, esta medida produziu dois efeitos adversos para a economia: por um lado, iniciou um processo no qual a arrecadação tributária se tornou mais dependente do nível de atividade econômica, devido à alta participação do Imposto sobre Valor Agregado na arrecadação total. De modo que, ao desacelerar-se o ritmo de atividade econômica, em meados de 1994, produziu-se uma deterioração nas contas públicas.

¹²⁷ Justamente, la verosimilitud y el atractivo del esquema gubernamental descansa sobre el supuesto de que la Argentina no es una economía desarrollada, y que por algo no lo es. La Argentina es tan ineficiente y su brecha de productividad tan alta que con poco podría alcanzar mucho." (Gerchunoff e Machinea, 1994).

¹²⁸ Desta forma, Gerchunoff e Cánovas (1995) afirmam: "Como en otros países, las privatizaciones argentinas - y los ajustes de precios asociados - se llevaron a cabo paralelamente a una apertura comercial externa y a un proceso de revaluación de la moneda doméstica en términos reales. Esto ha significado la constitución de dos sectores privados con incentivos asimétricos: por un lado, el nuevo sector privado operando predominantemente en los servicios públicos y en la explotación de recursos petroleros, conformado en gran medida por los antiguos proveedores del Estado y por empresas extranjeras públicas o privadas; por otro, el viejo sector privado, sobre todo el sector industrial surgido al amparo de las políticas de sustitución de importaciones. El primer sector opera con alta rentabilidad y aislado de la amenaza competitiva (como de hecho, trabajaron muchas industrias en el pasado); el segundo sector, en cambio, está sometido a la regla disciplinaria de la apertura comercial y el tipo de cambio fijo."

Por outro lado, *“más allá de las razones para explicar la importancia del IVA en la recaudación, lo relevante es que ésta fue parte de una estrategia por la que se disminuyeron los impuestos sobre la producción y se aumentaron los impuestos al consumo, como una manera de ganar competitividad sin modificar el tipo de cambio nominal; esta es una manera de reducir el salario real. Como parte de esa estrategia se explica la disminución relativa de los impuestos de la Seguridad Social, es decir de los impuestos al trabajo”* (Machinea, 1997). Ou seja, o governo procurou levar adiante uma política de reduções salariais e do custo salarial para fomentar uma redução de preços internamente. Contudo, esta estratégia também encontrou dificuldades quando, em 1994, o desemprego se manifestou em níveis bastante elevados.

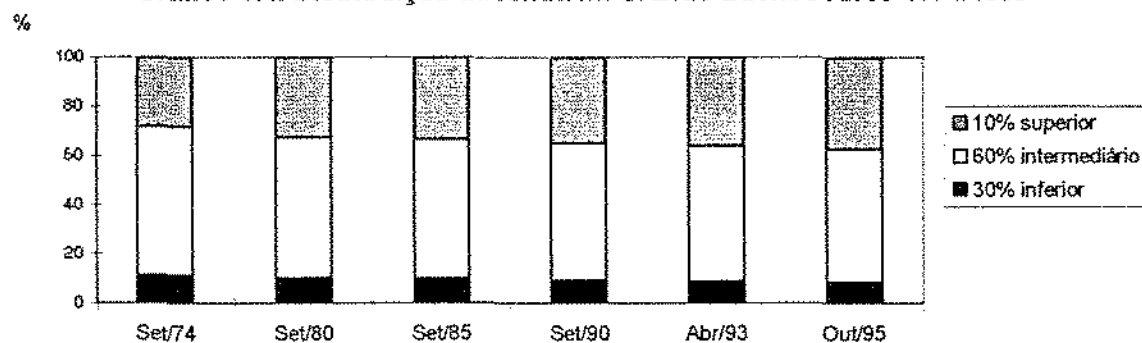
Na história econômica da Argentina, a questão do desemprego foi pouco tratada devido ao fato de não haver uma taxa elevada. Isto se modificou abruptamente após o Plano de Conversibilidade. Palomino e Schvarzer (1997) argumentam, a esse respeito: *“desde la década del '40 hasta finales de la del '80, la Argentina vivió un largo período de pleno empleo, en el que la desocupación constituía un fenómeno irrelevante. A partir de entonces, la situación se modificó bruscamente hasta alcanzar los inéditos índices actuales. En ese contexto, el cuentapropismo llegó a ocupar al 35 por ciento de la población económicamente activa. El incremento de la marginación de este proceso coloca al país al borde del colapso”*. O novo contexto ficou claro em 1995, quando a taxa de desemprego chegou a mais de 18%. Todavia, este processo já havia começado dois anos antes, acelerando-se em 1994 quando a taxa de desemprego chegou a 12%. Por outro lado, o que chama à atenção nesse processo é que, à medida que aumentava o número de desempregados, o produto interno crescia. Os autores mencionam as seguintes causas explicativas do vertiginoso aumento do desemprego: *“una causa de las desocupación es la reducción de asalariados que se operó de modo sistemático en diversos ámbitos. El sector público expulsó a una gran cantidad de personal, tanto en las empresas estatales privatizadas como en la administración [...]. Es posible estimar que al menos 200.000 personas perdieron sus empleos como resultado.”* (Palomino e Schvarzer, 1997).

Os autores associam os efeitos negativos sobre o emprego à necessidade de reestruturação por parte das empresas do setor privado diante do novo contexto de concorrência que emergiu com a abertura externa. Beccaria (1996) vincula as duas causas para explicar o alto desemprego: *“la aparición o profundización de los problemas de empleo no parecen ser extraños a un proceso de reestructuración productiva, especialmente del tipo realizado en Argentina. Aquí se realizó una abrupta apertura, sin asistencia por parte del estado al proceso de adecuación productiva, todo ello complicado por el atraso cambiario que desalentó la inversión para la exportación y por un mercado financiero segmentado. Ante tal panorama, un conjunto de sectores y/o firmas no tuvieron la capacidad de sobrevivir. Otros enfrentaron tal situación con un fuerte incremento de la productividad, muchas veces producto de reorganización de los procesos de trabajo con escasa inversión o de la incorporación de la tecnología requerida para hacer frente a la competencia*

externa... Finalmente, deben agregarse los efectos de las privatizaciones de empresas estatales, muchas de las que operaban con una relación empleo/ producto elevada”.

Por sua vez, Canitrot (1995) afirma: “inmediatamente a la estabilización de los precios, en 1991 y 1992, hubo una muy fuerte expansión de la demanda interna. Esa expansión reflejó la reemergencia del crédito de consumo, y también de inversión, luego de la recesión de 1989 y 1990 y tuvo un primer impacto positivo de aceleración del crecimiento de la población económicamente activa y del empleo. Pero luego comenzó a hacerse sentir el efecto del ajuste, - reforma del Estado, apertura del mercado interno a la oferta extranjera de bienes y servicios, abaratamiento de los equipos de capital con respecto a los salarios -, sobre la demanda de mano de obra. El ciclo de Empleo ingresó en su fase recesiva dos años antes de que lo hiciera la demanda global”. O autor faz ainda uma comparação da evolução de distintas variáveis que definem o mercado de trabalho desde 1980, chegando às seguintes conclusões: “a) con un PBI estancado entre 1980 y 1991, el Empleo aumentó en 18%; pero entre 1991 y 1994 el PBI creció 23,4% y el Empleo tuvo un incremento irrelevante; b) el descenso de la productividad global (PBI/ Empleo) entre 1980 y 1991 fue acompañado por la caída del salario real; pero cuando la productividad laboral se recuperó entre 1991 y 1994 el salario real no volvió a subir; c) la PEA creció más rápido que el Empleo durante el período 1980 - 1991 y ello dio lugar a un aumento gradual del Desempleo; pero entre 1991 y 1994 hubo una simultánea aceleración del crecimiento de la PEA y desaceleración del crecimiento del Empleo, lo que potenció el aumento del Desempleo” (Canitrot, 1995).

Gráfico 6.4. Distribuição da renda na Grande Buenos Aires 1974/1995



Fonte: Machinea (1997).

Sem o propósito de entrar em maiores detalhes sobre o mercado de trabalho, convém destacar alguns pontos. Primeiro, que a referida evolução, descrita por Canitrot, levou à concentração da riqueza nacional a níveis até então desconhecidos na Argentina. Segundo, acompanhando o aumento do desemprego, verificou-se uma elevação da precarização do trabalho e da sub-ocupação da mão-de-obra. Finalmente, a solução primordial do governo para o desemprego foi a de acelerar a flexibilização do mercado de trabalho. Isto remete novamente à questão da taxa de câmbio real, conforme analisada por Gerchunoff e Machinea (1994), como uma saída para o “teorema da dupla impossibilidade”. A

taxa de câmbio real deveria melhorar e, dada a dificuldade de fazê-lo por meio do aumento de produtividade, isso deveria realizar-se através da redução de custos. Em suma, a alta taxa de desemprego pode ser considerada uma situação de desequilíbrio. Por esta razão, estes autores a incorporam a outras situações de desequilíbrio vigentes no período “pré-tequila” e próximo às eleições de 1995. *“Lo que el gobierno del Presidente Menem nos dejará al cabo de su mandato es una combinación de elementos en desequilibrio: estabilidad, pero con precios relativos que discriminan contra la producción industrial y agropecuaria; equilibrio fiscal, pero logrado con impuestos regresivos y manteniendo un Estado todavía incapaz de ejercer sus viejos y nuevos roles; inversiones privadas en aumento, pero sesgadas a sectores que no garantizan una inserción competitiva en el mundo; fuertes incrementos de productividad, pero acompañados de una alta tasa de desempleo y de una concentración de la propiedad que parece haber ido más allá de lo necesario; baja tasa de ahorro, y por lo tanto la necesidad de apelar al endeudamiento externo en una magnitud que arroja dudas sobre la viabilidad de largo plazo del programa económico.”* (Gerchunoff e Machinea, 1994).

Nestas circunstâncias, as questões da alta taxa de desemprego e da forte deterioração na distribuição de renda se convertem em elementos adicionais a serem considerados na análise do equilíbrio macroeconômico da Argentina, dado que as mesmas podem pôr em risco, particularmente, o equilíbrio político. Isto é o que Machinea (1997) denomina o problema da “sustentabilidade social da política econômica na Argentina”: *“después de crecer seis años a una tasa del 6% anual, la distribución del ingreso empeoró en Argentina, reciben menos los de abajo y reciben más los de arriba. Así como antes podía decirse que el empeoramiento en la distribución del ingreso parecía estar asociado a la falta de crecimiento, explicar lo que pasó durante la década del 90 en este campo es algo más difícil, pero parece más evidente que los problemas de distribución del ingreso están claramente asociados al aumento en la tasa de desempleo. Claro está que uno podría decir que empeoró la distribución del ingreso, que es una medida de participación relativa en la 'torta' total, pero que de cualquier manera, teniendo en cuenta el aumento en el ingreso, podría pensarse que todos están mejor en términos absolutos. Desgraciadamente ello tampoco es cierto si uno observa que es lo que ha pasado con la línea de pobreza. En efecto dejando de lado el período de la hiperinflación, la cantidad de hogares por debajo de la línea de pobreza no sólo es mayor en 1996 que a mediados de los 80, sino que ha aumentado - después de una mejora inicial - respecto de 1991”*.

A forte deterioração do nível de vida de grande parte da população argentina se relaciona com as reformas implementadas, cujas implicações mais significativas estão na diminuição do funcionalismo público vinculada ao programa de privatização, nos efeitos negativos sobre grande parte da atividade econômica, particularmente sobre o setor industrial, gerados pela abertura comercial externa num contexto de forte sobrevalorização da taxa de câmbio. Por outro lado, deve-se ter em conta que a recuperação da economia argentina, a partir do Plano de Conversibilidade, se realizou, em

grande medida, com base na utilização de um importante nível de capacidade ociosa derivada da recessão hiperinflacionária de 1988-1990. Isto fez com que somente em 1994 o nível do produto interno superasse o de 1980. Por sua vez, este fato permite compreender o processo simultâneo de crescimento econômico com importante aumento no nível de produtividade da economia e de expulsão de mão-de-obra (Schvarzer 1997).

Desde meados da década de 90 a questão social na Argentina é, portanto, muito grave. Num sistema democrático, poder-se-ia buscar a implementação de um modelo econômico distinto - dentro dos novos limites - daquele que foi implementado até o presente. Esta questão também gera dúvidas no que tange ao apoio externo que uma mudança de rumo na política econômica poderia receber. Ante o processo de aprofundamento da dolarização no sistema financeiro interno, como ficou demonstrado na crise do "efeito tequila", o apoio externo parece fundamental para solucionar os problemas da economia doméstica, particularmente os relacionados ao financiamento do setor público. Por estas razões, pode-se prever que complicações sociais terminem afetando negativamente o atual controle dos desequilíbrios macroeconômicos ou que gerem forte incerteza sobre a continuidade do plano econômico. Particularmente, parece difícil a solução no que tange ao setor externo porque, sem um forte aumento nos investimentos e sem a possibilidade de desvalorização cambial, o incremento da competitividade deverá provir de um processo de deflação e/ou da diminuição do custo trabalhista-salarial.

Em suma, a experiência de reformas estruturais com esquema de conversibilidade possibilitou a recuperação da atividade econômica. Contudo, permanecem sérias interrogações em diversas frentes, de modo que torna-se complicado considerar que o equilíbrio macroeconômico será sustentável no longo prazo. Não obstante, não parece apresentar-se nenhum elemento claramente explosivo no que se refere ao manejo da conjuntura dos setores chaves da economia: externo, fiscal e financeiro. Por outro lado, dois novos elementos complicadores se apresentam no atual contexto: um forte, e inédito para a Argentina, processo de deterioração do nível de vida de um considerável setor da sociedade; e, a presença de uma elevada taxa de desemprego.

CONCLUSÕES

As reformas implementadas na economia argentina, nos anos 90, permitiram produzir o ciclo mais longo de crescimento econômico desde o final do modelo de substituição de importações em meados da década de 70. Entre este modelo e o início do atual, em fins dos anos 80, a Argentina experimentou um processo no qual os clássicos desequilíbrios macroeconômicos - o externo e o fiscal - foram se aprofundando seriamente até desembocar numa explosão hiperinflacionária em 1989. Mas, até a geração da enorme dívida externa em fins dos anos 70, os desajustes externo e fiscal eram primordialmente de fluxo. Por isso o controle dos mesmos realizava-se rapidamente adotando-se, de um modo geral, sempre as mesmas medidas de política econômica: ajuste nas despesas fiscais, desvalorização cambial, transferências internas de renda. A maior comprovação disto foi o episódio de “El Rodrigazo”: o Governo Militar retomou, através dessas três medidas de política econômica, o controle da situação econômica, a despeito de a taxa de inflação ter alcançado mais de 300% nesse ano, o déficit fiscal Ter atingido 15% do PIB e as reservas terem chegado quase ao esgotamento.

Não obstante, o que o governo não conseguiu deter foi o processo de perda de confiança na moeda nacional. Embora ele tenha adotado medidas recessivas e de abertura da economia doméstica ao exterior, a perda de controle de gestão econômica, vinculada ao surgimento dos mecanismos de indexação, persistiu. Além disso, a decisão de implementar, num contexto de abertura comercial, uma liberalização financeira e cambial *vis-à-vis* uma taxa de câmbio fixa de reduções programadas aprofundou as limitações dos instrumentos de política econômica, ao gerar uma dívida externa cuja contrapartida foi uma fuga de capitais. Duas consequências advieram disto: (i) pela magnitude da dívida, os pagamentos que ela demandava determinaram um desajuste estrutural na conta-corrente do balanço de pagamentos, que, depois da estatização da dívida, virou também um desajuste estrutural no orçamento público; (ii) o processo de perda de confiança intensificou-se, iniciando-se rapidamente um profundo processo de dolarização da economia. Na realidade, esse processo de dolarização agravou ainda mais os desequilíbrios estruturais da economia, porque anulou praticamente de vez a instrumentação de políticas monetárias e cambiais. Portanto, após a dívida externa os hiatos fiscal e externo tornam-se estruturais por refletirem uma inconsistência entre fluxo e estoque. O governo Alfonsín não tinha, no início, percebido esta mudança do caráter dos desequilíbrios. Mas, uma vez que sua equipe econômica se conscientizou deste fato, não dispunha de instrumentos de política suficientes, nem havia na sociedade uma aceitação da implementação de medidas mais radicais para o controle econômico. As duas limitações somente foram superadas depois da hiperinflação.

Neste cenário, a estratégia do governo Menem foi restabelecer as bases de funcionamento da economia argentina, aceitando as severas limitações que apresentava, procurando um novo equilíbrio fluxo-estoque através das reformas estruturais. Para isso, abriu totalmente a economia ao exterior; liberalizou os fluxos de comércio e de capital, além do câmbio; e reduziu significativamente as funções e o patrimônio do setor público. A aceitabilidade destas medidas foi em grande parte facilitada pelos

efeitos assustadores e traumáticos sobre a população argentina da experiência da hiperinflação, principalmente, e da estagnação econômica entre 1975 e 1989, que possibilitaram ao governo obter apoio político suficiente para implementar o novo rumo econômico rapidamente e sem grande oposição. Contudo, a plena aceitação do governo Menem só veio depois de dois anos de gestão, quando se conseguiu dominar a inflação e reiniciar o crescimento econômico. Mas para isto foi fundamental a implementação do Plano de Conversibilidade.

Deste modo, o momento mais exitoso do governo Menem está associado ao Plano de Conversibilidade. Mas a execução deste plano não pode ser dissociada sequencialmente das reformas. No cenário econômico de 1989 não era possível iniciar um plano dessa natureza por causa do exaurido estoque de reservas internacionais. O nível das reservas cambiais em poder do Banco Central foi elevado após o superávit comercial de 1990, causado pela recessão decorrente das reformas. Da mesma forma, outros fatores também foram essenciais para criar as condições requeridas para um sistema de conversibilidade. Assim, por exemplo, destacam-se o Plano Bonex, que reduziu significativamente o estoque de dívida interna, e as privatizações, que, simultaneamente, diminuíram o fluxo de pagamentos do setor público (por demissões de funcionários e por anulação dos déficits das estatais) e geraram recursos. Por outro lado, a maior aceitação social da implementação de medidas mais extremas possibilitou também a execução de uma importante reforma tributária, que fortaleceu significativamente as receitas fiscais, elevando a confiança num poder governamental para sustentar um sistema de conversibilidade.

Todavia, o contexto externo foi ainda mais vital para a possibilidade de sucesso, não só no caso da conversibilidade, mas inclusive das próprias reformas estruturais. Em primeiro lugar, os credores externos também foram percebendo a presença da inconsistência entre fluxo e estoque da economia argentina, e diminuíram as cobranças de cumprimento dos pagamentos da dívida, o que culminou com a proposta do Plano Brady de vincular o serviços da dívida à capacidade de pagamento do país. Isto foi fundamental para reduzir as constantes expectativas nos agentes internos de uma próxima maxidesvalorização cambial. Em segundo lugar, as mudanças ocorridas no mercado financeiro internacional no início dos anos 90 modificaram radicalmente o contexto econômico em relação à década de 80, com o surgimento de capitais privados dispostos a reingressar ao país. Tal disposição de reingresso do capital privado no país, possível pelo apoio dos organismos internacionais ao processo de reformas do governo Menem, viabilizou particularmente o sucesso das privatizações. Assim o Plano de Conversibilidade e as reformas estruturais, tiveram grande sucesso ao reduzir espetacularmente a inflação e permitir a retomada do crescimento econômico, após o controle dos desajustes externo e fiscal.

Contudo, o ocorrido a partir da crise do “efeito tequila” em 1995 deixa várias interrogações no que se refere à estabilidade dos avanços econômicos obtidos. A forte retirada dos capitais privados esteve próxima de gerar um processo geral de falências no sistema financeiro doméstico. Na realidade,

isto foi evitado pelo apoio financeiro dos organismos multilaterais. Nestas circunstâncias, as medidas reformistas mostraram que a presença de um credor de última instância era indispensável, assim como uma maior regulação oficial no sistema financeiro, a tal ponto que o governo voltou atrás sobre o estabelecido na Carta Orgânica do Banco Central de 1992. Ademais, a ausência de capitais externos gerou uma intensa queda na atividade interna em 1995, que não foi maior basicamente pela conjuntura expansiva do comércio internacional, e devido ao início de um plano econômico no Brasil que gerou um inesperado destino para as exportações argentinas. Finalmente, a necessidade de que o governo se endividasse externamente para reestruturar o sistema financeiro interno suscitou novamente interrogações com respeito à capacidade fiscal de cumprir com suas obrigações financeiras externas no longo prazo (ainda que, é claro, não com a magnitude da década passada), fato que pareceu, em boa medida, diminuído depois da assinatura do Plano Brady

Mas fica claro que atualmente a economia argentina não apresenta complicações macroeconômicas explosivas no curto prazo. Vale dizer, não parece que os controles fiscal e externo possam se reduzir a ponto de gerar uma crise de proporções que ponham em risco o plano econômico em andamento. Não obstante, num horizonte mais distante, apresentam-se algumas dúvidas sobre a capacidade fiscal de gerar superávits - ou a possibilidade de continuar obtendo financiamento para seu déficit -, diante de uma estrutura de despesas difícil de reduzir sem produzir fortes problemas sociais, e da forte dependência da arrecadação tributária do consumo interno, na ocorrência de uma alta taxa de desemprego. A situação social também constitui uma limitação para a correção da importante sobrevalorização da taxa de câmbio no contexto da conversibilidade. A estratégia de redução salarial e eliminação dos benefícios sociais para reduzir os custos é arriscada, pois pode gerar descontentamentos na população e, assim, provocar uma mudança política na próxima eleição presidencial. Vale dizer, o descontentamento social pode alterar o rumo econômico. Nesse caso, em contrapartida, podem ressurgir fortes expectativas negativas em relação ao controle do governo sobre as contas públicas ou com respeito à possibilidade de uma reversão, ainda que parcial, das reformas - como por exemplo, maior proteção à produção interna diante da concorrência do exterior. Dada a experiência argentina, como se viu no trabalho, uma crise de confiança destas características rapidamente pode resultar em fuga de capitais, complicando seriamente a estabilidade macroeconômica. Por outro lado, a forte dependência de financiamento externo para cobrir o déficit público impõe limites estreitos a modificações na política econômica e/ou poderia intensificar a magnitude de uma crise.

Diante do alto desemprego e da deterioração no nível de vida de grande parte de população, parece pouco provável que um processo de recuperação econômica se gere a partir da dinâmica do mercado interno. Todavia, a estrutura das exportações argentinas ainda apresenta um forte grau de primarização, que complica ainda mais a sobrevalorização cambial. Ademais, os fortes ajustes das tarifas públicas concedidos pelo governo para incentivar a entrada de capitais externos aprofundaram a questão da competitividade externa. Finalmente, de acordo com Machinea (1997), o nível de

investimento deveria crescer ainda 3% do PIB para permitir um crescimento do 5-6% ao ano de forma sustentada. Por sua vez, Schvarzer (1997) afirma que o nível de investimento observado durante a conversibilidade apenas teria permitido cobrir a despreciação do capital.

Neste cenário de escasso dinamismo interno, a recuperação de um rumo sustentável de crescimento parece depender da expansão das exportações juntamente com o aumento do produto. Porém, há vários inconvenientes para que isto ocorra. A sobrevalorização cambial se traduz num déficit na balança comercial, aumentando a necessidade de financiamento externo. Com o Programa de Privatizações praticamente esgotado, o governo já não conta com receitas extraordinárias para manter sua política de melhorar a taxa de cambio efetiva das exportações por meio da concessão de benefícios fiscais ao setor exportador. Ademais, a nova estrutura tributária, vinculada estreitamente ao nível de consumo interno, implicou uma queda de arrecadação em meados de 1994, quando os efeitos das reformas recaíram sobre o nível da atividade interna e do emprego. Nestas circunstâncias, a estratégia do governo diante da sobrevalorização cambial parece ser um processo deflacionário. Gerchunoff e Machinea (1994) afirmam que a aposta do governo era que esse processo seja gerado a partir de um importante aumento de produtividade. Ainda que isto tenha ocorrido, os autores advogam que, em grande medida, isso foi possível graças à ineficiência de longa data da economia argentina; assim, após o “salto” inicial, não se espera que a produtividade aumente na mesma magnitude no futuro próximo.

Portanto, parece que, como afirmam Gerchunoff e Machinea (1994), a correção da taxa de cambio real dependerá sem dúvida, em grande medida, de um processo deflacionário estreitamente vinculado a um contexto recessivo. Daí decorre a interrogação que Machinea (1997) denomina a “sustentabilidade social” do plano econômico. O autor sustenta que a questão social e a sobrevalorização cambial são os dois problemas fundamentais que a economia argentina apresenta no médio prazo. Uma evolução adversa no mercado financeiro internacional, uma queda na demanda (particularmente do Brasil) ou dos preços das exportações argentinas e uma agudização social se apresentam como os principais fatores que determinarão a evolução da economia argentina nos próximos anos.

Em suma, as reformas estruturais implementadas na Argentina nos anos 90 permitiram combinar uma recuperação no nível de atividade econômica com um maior grau de controle sobre os principais desequilíbrios - setores externo, fiscal e financeiro. O rumo da economia argentina neste período mostrou que o equilíbrio macroeconômico obtido foi suficiente para deter a trajetória explosiva da década anterior. Contudo, a recuperação da economia esteve muito ligada às privatizações e à entrada de capitais externos. Concluídas as privatizações, a crise mexicana evidenciou a importância dos recursos externos para manter o ritmo e a estabilidade da economia. Embora o controle macroeconômico não pareça estar em perigo no curto prazo - vale dizer, não se observam fatores desequilibrantes graves -, numa perspectiva de prazo mais longo surgem algumas interrogações

importantes. Além disso, diante de complicações econômicas, como se observou durante a crise mexicana, ou diante do aprofundamento da questão social, o governo não parece contar com suficientes instrumentos para enfrentar uma crise severa, a não ser com a assistência financeira externa.

A velocidade com que a Argentina transformou sua economia baseou-se, em grande medida, no interesse de sinalizar efetivamente um novo rumo. Isto se deveu a que o Estado estava diante de grandes dificuldades para se financiar, pelo que um processo de reformas como o implementado precisava atrair o capital externo. Mas, em contrapartida, o ingresso de capitais exigia um claro rompimento com o passado. Assim, em regra, as medidas de reforma estrutural tiveram esse como o seu objetivo principal. No entanto, as implementações tanto das privatizações como da abertura geraram alguns custos que fragilizaram sobremaneira a sociedade argentina, tais como: o elevado reajuste no nível das tarifas dos serviços públicos, a incapacidade de concorrência das pequenas e médias empresas com as estrangeiras, o crescente desemprego e os reduzidos preços de venda de muitas das estatais. De qualquer modo, as reformas cumpriram o objetivo maior de atrair novamente capitais do exterior.

Não obstante, as reformas devem ser avaliadas também em outro sentido: se resolveram, no longo prazo, as inconsistências fluxo-estoque da economia argentina. Particularmente, conforme a idéia deste trabalho, o novo padrão de ajustamento do setor público deveria ser autônomo em relação às flutuações no balanço de pagamentos. Mas os fatos observados após a crise mexicana refletem, pelo contrário, que a necessidade de novo endividamento público para resolver a crise expõe novamente uma possível inconsistência no setor público, ainda que, por enquanto, isto não se explicita no curto prazo. Ademais, os efeitos negativos sobre a atividade interna e o nível de emprego devido às reformas, juntamente com a nova estrutura tributária concentrada no imposto sobre o valor adicionado, parecem contradizer a estratégia do governo de fortalecer suas receitas por meio do aumento do consumo e do crescimento.

Em suma, a experiência das reformas e da conversibilidade permitiu superar, de forma rápida, os entraves econômicos do passado numa conjuntura interna e externa favorável. Porém, tanto as reformas estruturais quanto, especialmente, o Plano de Conversibilidade, implicaram a renúncia do governo a muitos de seus instrumentos de gestão. Assim, na atualidade, a economia argentina depende fortemente do que ocorra no seu setor externo, seja para o crescimento seja para a recessão. Neste sentido, diante uma possível crise no balanço de pagamentos, sem o socorro externo, é reduzida a capacidade do governo para controlá-la. Ao contrário, o próprio setor público poderia incorrer, novamente, como no passado, num desequilíbrio fluxo-estoque.

BIBLIOGRAFIA

- AZPIAZU, Daniel (1993). *"Desregulación, privatizaciones y apertura en la economía argentina. Reflexiones preliminares sobre sus efectos en el sector industrial"*. Cepal. Buenos Aires, Argentina.
- BAC (1980). *Series estadísticas de la economía argentina*. Buenos Aires, Argentina.
- BAER, Mónica (1993). *"O Rumo Perdido. A crise fiscal e financeira do estado brasileiro"*. Paz e Terra. Brasil.
- BECCARIA, Luis (1991). *"Distribución del ingreso en la Argentina: explorando lo sucedido desde mediados de los setenta"*. Desarrollo Económico N° 123. Buenos Aires, Argentina.
- BECCARIA, Luis (1991a). *"Estancamiento y distribución del ingreso"*. Mimeo. Buenos Aires, Argentina.
- BECCARIA, Luis (1996). *"Empleo, distribución del ingreso y pobreza en tiempos de cambio. Comentarios sobre la experiencia argentina reciente"*. Mimeo. Buenos Aires, Argentina.
- BECCARIA, Luis & LÓPEZ, Nestor (Comp.) (1997). *Sin trabajo*. UNICEF/ LOSADA.
- BONVECCHI, Carlos, FANELLI, José María & FRENKEL, Roberto (1997). *"Capital flows and investment performance in Argentina"*. Mimeo. Buenos Aires, Argentina.
- BOUZAS, Roberto (1993). *"¿Más allá de la estabilidad y la reforma? Un ensayo sobre la economía argentina a comienzos de los '90"*. Desarrollo Económico N° 129. Buenos Aires, Argentina.
- BRAUN, O & JOY, L (1981). *"Un modelo de estancamiento económico- estudio de caso sobre la economía argentina"*. Desarrollo Económico N°80. Buenos Aires, Argentina.
- BRODERSHON, Mario (1974). *"Política económica de corto plazo, crecimiento e inflación en la Argentina, 1950- 1972"*. Centro de Investigaciones Económicas, Instituto Torcuato Di Tella. Buenos Aires, Argentina.
- BRODERSOHN, Mario (1974a). *"Estrategias de política económica gubernamental en la Argentina: 1950-72"*. Centro de Investigaciones Económicas, Instituto Torcuato Di Tella. Buenos Aires, Argentina.
- CANITROT, Adolfo (1975). *"La experiencia populista de redistribución de ingresos"*. Desarrollo Económico N°59. Buenos Aires, Argentina.
- CANITROT, Adolfo (1978). *"La viabilidad económica de la democracia: un análisis de la experiencia peronista 1973- 1976"*. Estudios Sociales N°11, CEDES. Buenos Aires, Argentina.
- CANITROT, Adolfo (1979). *"La disciplina como objetivo de la política económica. Un ensayo sobre el programa económico del gobierno argentino desde 1976"*. Estudios CEDES. Buenos Aires, Argentina.
- CANITROT, Adolfo (1981). *"Teoría y práctica del liberalismo. Política antiinflacionaria y apertura económica en la Argentina"*. Desarrollo Económico N°82. Buenos Aires, Argentina.
- CANITROT, Adolfo (1983). *"El salario real y la restricción externa de la economía"*. Desarrollo Económico N°91. Buenos Aires, Argentina.

- CANITROT, Adolfo (1992). *"La macroeconomía de la inestabilidad"*. Boletín Informativo Techint N°272. Buenos Aires, Argentina.
- CANITROT, Adolfo (1993). *"The exchange rate as an instrument of trade policy"*. Discussion Papers N°71, UNCTAD.
- CANITROT, Adolfo (1993a). *"Inestabilidad macroeconómica y flujos de comercio en Argentina, 1978- 1981"*. Serie Reformas de Política Pública N°2, CEPAL. Buenos Aires, Argentina.
- CANITROT, Adolfo (1993b). *"Crisis and transformation of the argentine state (1978 - 1992)"*. En Democracy, Markets and Structural Reform in Latin America (Argentina, Bolivia, Brasil, Chile and Mexico), Smith, W., Acuña, C. & Gamarra, E. (Editores). North - South Center, University of Miami. USA.
- CANITROT, Adolfo (1995). *"Empleo y desempleo en la Argentina. Conferencia sobre mercados de trabajo en América Latina"*. Banco Mundial, Instituto Di Tella, The Brookings Intitution, Universidad Di Tella.
- CANITROT, Adolfo (1996). *"La reapertura de América Latina a los ingresos de capitales (1990 - 1995)"*. Documento de Investigación, Instituto Di Tella. Buenos Aires, Argentina.
- CANITROT, Adolfo (1997). *"La intervención del Estado en una economía abierta a los flujos de capital"*. Revista Perspectivas y dialogo internacional Año 6, N° 7. Buenos Aires, Argentina.
- CANITROT, Adolfo & JUNCO, Silvia (1992). *"Apertura y condiciones macroeconómicas: el caso argentino"*. Serie Documentos de Trabajo N°108, BID.
- CARCIOFI, R (1990). *"La desarticulación del pacto fiscal: Una interpretación sobre la evolución del sector público argentino en las dos últimas décadas"*. Documento de trabajo N° 36, Cepal. Buenos Aires, Argentina.
- CARTA ECONÓMICA. Varios números. Buenos Aires, Argentina.
- CEPAL (1982). *El sector externo: Indicadores y análisis de sus fluctuaciones: El caso Argentino*. Buenos Aires, Argentina.
- CEPAL. *Indicadores Macroeconómicos de la Argentina*. Varios números. Buenos Aires, Argentina.
- CEPAL. *Nota sobre la evolución de la economía argentina*. Varios números. Buenos Aires, Argentina.
- CETRÁNGOLO, Oscar, FRENKEL, Roberto, FANELLI, José María & JIMENEZ (1997). *"La sostenibilidad de la política fiscal en América Latina: el caso argentino"*. Universidad de Palermo - CEDES. Serie de Documentos de Economía N° 6. Buenos Aires, Argentina.
- COTTELY, Esteban (1990). *"Enigmas de la política cambiaria"*. Boletín Informativo Techint. Buenos Aires, Argentina.
- DAMILL, Mario & FELDMAN, Ernesto (1986). *"Las dificultades para el manejo monetario en un contexto de fragilidad financiera: Argentina en 1985- 86"*. Mimeo. Buenos Aires, Argentina.
- DAMILL, Mario, FANELLI, José María, FRENKEL, Roberto & ROZENWURCEL, Guillermo (1988). *"Las relaciones financieras en la economía argentina"*. Ediciones del IDES N° 15. Buenos Aires, Argentina.

- DAMILL, Mario, & FRENKEL, Roberto (1990). *"Malos tiempos. La economía argentina en la década de los ochenta"*. Documento CEDES N° 46. Buenos Aires, Argentina.
- DAMILL, Mario, & FANELLI, José María (1994). *"La macroeconomía de América Latina: De la crisis de la deuda a las reformas estructurales"*. Documento CEDES N°100. Buenos Aires, Argentina.
- DAMILL, Mario, FANELLI, José María & FRENKEL, Roberto (1994). *"Shock externo y desequilibrio fiscal. La macroeconomía de América Latina: El caso de la Argentina"*. Cepal.
- DE LA BALZE, Felipe (1994). *Remaking the argentine economy*. Council on foreign relations press.
- DIAZ ALEJANDRO, Carlos Fernando (1975). *Ensayos sobre la historia económica argentina*. Amorrortu Editores. Buenos Aires, Argentina.
- DI TELLA, Guido (1983). *Perón - Perón 1973 - 1976*. Editorial Sudamericana. Buenos Aires, Argentina.
- FANELLI, José María & DAMILL, Mario (1993). *"Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas: Argentina"*. Documento Cedec. Buenos Aires, Argentina.
- FANELLI, José María, KACEF, Osvaldo & MACHINEA, José Luis (1994). *"Precios relativos y competitividad industrial"*. Documento de trabajo N°19, IDI. Buenos Aires, Argentina.
- FANELLI, José María & MACHINEA, José Luis (1994). *"Capital movements in Argentina"*. Documento CEDES N°99. Buenos Aires, Argentina.
- FANELLI, José María & FRENKEL, Roberto (1990). *Políticas de estabilización e hiperinflación en Argentina*. Tesis. Buenos Aires, Argentina.
- FANELLI, José María & FRENKEL, Roberto (1995). *"Growth resumption and sustainability. The argentine economy in the nineties"*. CEDES. Mimeo. Buenos Aires, Argentina.
- FANELLI, José María & FRENKEL, Roberto (1997). *"The argentine experience with stabilization and structural reform"*. Universidad de Palermo - CEDES. Serie de Documentos de Economía N° 4. Buenos Aires, Argentina.
- FELDMAN, E & SOMMER, Juan (1983). *Crisis financiera y endeudamiento externo*. CET/ IPAL. Buenos Aires, Argentina.
- FERRER, Aldo (1987). *Crisis y Alternativas de la política economía argentina*. Fondo de Cultura Económica.
- FIEL. (1987). *"El gasto público. Propuesta de Reforma del Sector Público"*. Boletín Informativo Techint N°246. Buenos Aires, Argentina.
- FIEL. (1987a). *"El gasto público en la Argentina 1960 - 1985"*. Boletín Informativo Techint N°250. Buenos Aires, Argentina.
- FIEL. (1989). *Control de precios e inflación. La experiencia argentina reciente*. Manantial. Buenos Aires, Argentina.
- FIEL. (1990). *"Gasto y déficit cuasifiscal"*. Boletín Informativo Techint N°261. Buenos Aires, Argentina.

- FIEL. *El control de cambios en la Argentina. Liberación cambiaria y crecimiento*. Manantial. Buenos Aires, Argentina.
- FIEL. *"Indicadores de coyuntura"*. Varios números. Buenos Aires, Argentina.
- FRANCO, Gustavo (1995). *O Plano Real e outros ensaios*. Editora Francisco Alves. Brasil.
- FRENKEL, Roberto (1980a). *"Las recientes políticas de estabilización en Argentina: de la vieja a la nueva ortodoxia"*. PUC/ RJ. Brasil.
- FRENKEL, Roberto (1980b). *"El desarrollo reciente del mercado de capitales en la Argentina"*. Desarrollo Económico N°78. Buenos Aires, Argentina.
- FRENKEL, Roberto (1983). *"Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capitales"*. El Trimestre Económico N°200.
- FRENKEL, Roberto (1989). *"El régimen de alta inflación y el nivel de actividad"*. Documentos CEDES N°26. Buenos Aires, Argentina.
- FRENKEL, Roberto; FANELLI, José María & SOMMER, Juan (1988). *"El proceso de endeudamiento externo argentino"*. Documento CEDES N°2. Buenos Aires, Argentina.
- GERCHUNOFF, Pablo & BOZZALLA, Carlos (1987). *"Posibilidades y límites de un programa de estabilización heterodoxo: El caso argentino"*. DTP N°16, DTE N° 143, Centro de Investigaciones Económicas, Instituto Di Tella. Buenos Aires, Argentina.
- GERCHUNOFF, Pablo & CETRÁNGOLO, Oscar (1989). *"La estabilidad económica en democracia política (Examen de una experiencia frustrada)"*. Mimeo. Buenos Aires, Argentina.
- GERCHUNOFF, Pablo & MACHINEA, José Luis (1994). *"Un ensayo sobre la política económica después de la estabilización"*. Mimeo. Buenos Aires, Argentina.
- GERCHUNOFF, Pablo & GUADAGNI, Alieto (1987). *"Elementos para un programa de reformulación económica del Estado"*.
- GERCHUNOFF, Pablo & CÁNOVAS, Guillermo (1995). *"Privatizaciones en un contexto de emergencia económica"*. Desarrollo Económico N° 136. Buenos Aires, Argentina.
- GERCHUNOFF, Pablo & TORRE, Juan Carlos (1996). *"La política de liberalización en la administración Menem"*. Desarrollo Económico N° 143. Buenos Aires, Argentina.
- HEYMANN, Daniel (1985). *"Policies to stop a big inflation. The Argentine economic reform."*
- HEYMANN, Daniel (1986). *"Tres ensayos sobre inflación y políticas de estabilización"*. Documento De Trabajo N°18, CEPAL. Buenos Aires, Argentina.
- HEYMANN, Daniel (1989). *"Estabilización y después: notas sobre problemas de política económica de alta inflación"*. Banco Central. Argentina.
- HEYMANN, Daniel & NAVAJAS, Fernando (1989). *"Conflicto distributivo y déficit fiscal. Notas sobre la experiencia argentina, 1970 - 1987"*. Desarrollo Económico N°115. Buenos Aires, Argentina.
- INDEC. *Encuesta permanente de hogares*. Varios números. Buenos Aires, Argentina.
- INDEC (1995). *Anuario Estadístico de la República Argentina Vol. 11*. Buenos Aires, Argentina.

- KOSACOFF, Bernardo (1993). *"La industria argentina. Un proceso de reestructuración desarticulada"*. Documento de Trabajo N°53. CEPAL. Buenos Aires, Argentina.
- KOSACOFF, Bernardo (1996). *"Estrategias empresariales en la transformación industrial argentina"*. Boletín Informativo Techint N°288. Buenos Aires, Argentina.
- LUCÁNGELI, Jorge (1989). *"Política comercial y desempeño industrial. La experiencia argentina en los últimos cuarenta años"*. Boletín Informativo Techint. Buenos Aires, Argentina.
- MACHINEA, José Luis (1990). *"Stabilization under Alfonsín's government: A frustrated attempt"*. Documento CEDES N°42. Buenos Aires, Argentina.
- MACHINEA, José Luis (1991). *"El papel del Banco Central en los países de América Latina"*. Serie Docente N°8, CIEPLAN.
- MACHINEA, José Luis (1996a). *"La crisis financiera argentina de 1995: causas, características y lecciones"*. Mimeo.
- MACHINEA, José Luis (1996b). *"Una mirada a mitad de camino: dos años de convertibilidad"*. IPEA - CEPAL.
- MACHINEA, José Luis (1997). *"Conferencia en México"*. Mimeo.
- MAIA, José Luis (1993). *"El ingreso argentino al Plan Brady"*. Boletín Informativa Techint N°274. Buenos Aires, Argentina.
- MALLON, R & SOURROUILLE, Juan (1975). *La política económica en una sociedad conflictiva*. Amorrortu. Buenos Aires, Argentina.
- MELLO BELLUZZO, Luiz Gonzaga & GOMES DE ALMEIDA, Júlio Sérgio (1990). *"Crise e reforma monetária no Brasil"*. en São Paulo em Perspectiva Vol 4 N°1. Brasil.
- MINISTERIO DE ECONOMÍA Y OBRAS Y SERVICIOS PÚBLICOS. Secretaría de Programación Económica. *Informe Económico*. Varios números. Buenos Aires, Argentina.
- MINISTERIO DE ECONOMÍA Y OBRAS Y SERVICIOS PÚBLICOS. Secretaría de Programación Económica. *Argentina en crecimiento 1993 y 1995*. Buenos Aires, Argentina.
- MEYER, ARNO (1997). *"Nota sobre a evolução da economia argentina"*. Secretaría de Assuntos Internacionais. Ministério da Fazenda. Brasília, Brasil.
- PALOMINO, Héctor & SCHVARZER, Jorge (1996). *"Del pleno empleo al colapso"*. Revista Encrucijada. Año 2, N° 4, Universidad de Buenos Aires. Argentina.
- PRATES, Daniela Magalhães (1997). *"Abertura financeira e vulnerabilidade externa: a economia brasileira na década de noventa"*. Dissertação de mestrado apresentada no Instituto de Economia da Unicamp. Campinas, Brasil.
- ROCCA, Agustín & ESCALADA, Miguel de Oromi (1997). *"Privatizaciones, experiencia y oportunidades"*. Boletín Informativo Techint N° 287. Buenos Aires, Argentina.
- ROZENWURCEL, Guillermo (1993). *"El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste: el caso argentino"*. Documento CEDES N° 85. Buenos Aires, Argentina.
- ROZENWURCEL, Guillermo (1994). *"Fiscal reform and macroeconomic stabilization in Argentina"*. Documento CEDES N°103. Buenos Aires, Argentina.

- ROZENWURCEL, Guillermo & FERNÁNDEZ, Raúl (1993). *"La desconcentración del acceso a los servicios financieros. El caso argentino"*. Documento CEDES N° 97. Buenos Aires, Argentina.
- ROZENWURCEL, Guillermo & BLEGER, Leonardo (1997). *"El sistema bancario argentino en los noventa: de la profundización financiera a la crisis sistémica"*. Desarrollo Económico N° 146. Buenos Aires, Argentina.
- SCHVARZER, Jorge (1986). *La política económica de Martínez de Hoz*. Hyspamerica. Buenos Aires, Argentina.
- SCHVARZER, Jorge (1997). *"La estructura productiva argentina a mediados de la década del noventa. Tendencias visibles y un diagnóstico con interrogantes"*. Centro de Estudios Económicos de la Empresa y el Desarrollo. Universidad de Buenos Aires, Facultad de Ciencias Económicas, Instituto de Investigaciones Económicas. Buenos Aires, Argentina.
- SITUACIÓN LATINOAMERICANA. *Informe de coyuntura económica, política y social*. Sección sobre Argentina elaborada por el CEDES. Centro Español de Estudios de América Latina. España. Varios números.
- TAVARES, Maria da Conceicao (1993). *"As políticas de ajuste no Brasil: os limites da resistência"*. en (Des)ajuste global e modernização conservadora, Paz e Terra. Brasil.
- UADE. *"Principales indicadores de la economía argentina"*. Varios números. Buenos Aires, Argentina.
- VITELLI, Guillermo (1986). *Cuarenta años de inflación en la Argentina 1945- 1985*. Hyspamérica. Buenos Aires, Argentina.
- VITELLI, Guillermo (1990). *Las lógicas de la economía argentina*. Prendergast. Buenos Aires, Argentina.