

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO – PUC-SP

VINÍCIUS GONTIJO LAUAR

RUPTURA E CRESCIMENTO: A RECUPERAÇÃO ECONÔMICA DA
ARGENTINA DE 2002 A 2006.

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

SÃO PAULO
2008

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO – PUC-SP

VINÍCIUS GONTIJO LAUAR

RUPTURA E CRESCIMENTO: A RECUPERAÇÃO ECONÔMICA DA
ARGENTINA DE 2002 A 2006.

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

Dissertação apresentada à Banca
Examinadora da Pontifícia
Universidade Católica de São Paulo,
como exigência parcial para obtenção
do título de Mestre em Economia
Política, sob a orientação do Prof. Dr.
Carlos Eduardo Carvalho

SÃO PAULO
2008

Banca examinadora

à Deus,
à Nalu Alvim, meu grande amor,
aos meus pais, meu ponto de apoio.

Agradecimentos

Obrigado a Deus, ainda que intangível, sempre se fez tão concreto e presente.

Agradeço à Nalu, *minha amada, mas amada pra valer! Aquela amada pelo amor predestinada, sem a qual a vida é nada* (Vinícius de Moraes).

Agradeço aos meus pais e irmãos por todo tipo de apoio ao longo do mestrado, que mesmo sem uma idéia concreta do que possa ser este trabalho, sempre se preocuparam com o andamento.

Ao Carlos, que mais que orientador foi um amigo dedicado. Sua lucidez, muito além de economia, me ensinou a ser professor e aluno, e me mostrou o que é a vida acadêmica.

À Patrícia, que foi “*laçada*” por mim e pelo Carlos e, com toda sua gentileza e simpatia, sempre se colocou pronta para ajudar, e com muita dedicação. Por essas e outras, você é uma amiga digna de toda admiração e respeito.

Ao CEDES (Centro de Estudios de Estado y Sociedad), em especial na pessoa do Roberto Frenkel, por ter me recebido por dois meses em Buenos Aires na realização desta pesquisa. Sou imensamente grato pelas orientações e hospitalidade.

Aos amigos Rodrigo Lopez, Federico Pastrana e Julia Frenkel pelos inúmeros esclarecimentos, sugestões, referências e, acima de tudo pela amizade.

Aos professores da UBA Mário Damill, Schwarzer, Gigliani pelas conversas instrutivas.

À banca examinadora, novamente o Carlos, Patrícia e o Prof. Dr. Ramón Fernandez da FGV-SP. Entretanto,

valores éticos e morais me impedem de traçar elogios em momentos prévios à defesa.

À Sônia, que com seu instinto maternal, sempre torceu por mim e fez tudo que estava ao seu alcance para ajudar.

Aos amigos do mestrado, em especial à Andrea Lucchesi, João Paulo Pieroni, Marina de Hoffmann, Talita Miranda e André Mountain (nosso mascote Nash). Obrigado pelo companheirismo e pelas tantas ajudas. O mestrado foi muito melhor com vocês ao redor.

Àqueles que me deram abrigo nos momentos que mais precisei, Dedé (André Haddad), Didi (Adriano Castilho), Max e Marli. Vocês foram muito especiais e se mostraram presentes no momento mais necessário.

À Profa. Rosa Maria Marques, grande incentivadora, deste trabalho, e da minha carreira.

Aos professores do mestrado, pelo ensino valioso.

Aos professores colegas de trabalho, que compartilham do desafio de uma sala de aula. Obrigado pelo incentivo, força e apoio.

Aos meus alunos... jovens, a vida é complicada, mas isso não quer dizer que seja desinteressante. Aprendi com vocês mais do que imaginam.

Aos amigos em geral, que sabem quem são, mas para evitar o esquecimento de algum, optei por não mencionar nenhum nome. Sou imensamente grato a todos que de forma direta ou indireta contribuíram para que este projeto fosse realizado.

Resumo

Em se tratando de economia argentina, mais inesperado que o caos econômico de 2001-2002, quando o PIB caiu 11%, decretou-se uma moratória recorde e rompeu-se com a conversibilidade, foi a inversão da tendência econômica, marcada por um crescimento médio anual ininterrupto de 8,5% até 2006. O objetivo deste trabalho é a compreensão do período caracterizado pela recuperação acentuada da crise atravessada por aquele país. Para tal, foram elaborados três artigos relativamente independentes relacionados à reconstrução de tal economia. No primeiro, analisa-se a conversibilidade, regime vigente nos anos noventa, e a dinâmica que conduziu à crise. O segundo artigo trata de questões centradas na Argentina pós-conversibilidade, com especial atenção para os aspectos das rupturas geradas na crise que explicam a recuperação. O terceiro analisa o debate sobre algumas interpretações da experiência argentina, com ênfase nas causas e consequências da ruptura de contratos e da ação discricionária do Estado na política econômica. Como hipótese, colocamos as medidas do governo juntamente à ruptura com o modelo de conversibilidade como fundamentais para o retorno das taxas de crescimento e da estabilidade macroeconômica. Nosso arcabouço teórico apóia-se nas teorias keynesiana e estruturalista, baseada, fundamentalmente, nos trabalhos de Frenkel, Damill, Heymann e Calcagno.

Palavras-chave: Recuperação de crises, economia argentina, regimes cambiais ultra-rígidos, ruptura de contratos e ação estatal.

Abstract

Regarding the Argentine economy, more unexpected than the economic chaos of 2001-2002, when the GNP has fallen 11%, a default was declared and it has irrupted with the convertibility regime, was the inversion of the economic tendency, which was remarked by an uninterrupted annual growth of 8.5% until 2006. The objective of this research is the comprehension of the period characterized by the accentuated recovery of the crisis passed by that country. In order to do so, we have written three papers related to the reconstruction of such economy. In the first one it's analyzed the convertibility, regime present in the 90's, and the dynamics that conduced to economy crisis. The second paper treats issues centered in Argentina post-convertibility, with special regard to the aspects of the ruptures generated by the crises that explain the recovery. The third analyses the debate regarding some interpretations of the Argentine experience, with focus in the causes and consequences of the contracts ruptures and discretionary state action in the economic policy. As assumption, we see the govern measures along with the end of the convertibility model as essential to the return of positive growth rates and macroeconomic stability. Our framework stands in the keynesian and structuralist theories, mainly based in the works of Frenkel, Damill, Heymann and Calcagnno.

Key-words: Crisis' recovery, Argentine economy, hard-peg exchange regime, contract disruption and state action.

Sumário

Ruptura e crescimento: a recuperação econômica da Argentina de 2002 a 2006

Introdução	2
 Câmbio ultra-rígido e crise sistêmica: a macrodinâmica sob conversibilidade na Argentina	6
1. Introdução	6
2. O contexto de implantação da conversibilidade	8
3. A macroeconomia da conversibilidade.....	9
3.1 O Regime Cambial	9
3.2 A Política Monetária.....	11
3.3 A Política Comercial	11
3.4 A Política Fiscal	12
4. Três componentes cruciais da rigidez do sistema.....	15
5. Uma crise típica dos regimes de âncora cambial.....	17
6. Considerações Finais	26
7. Referências bibliográficas	28
 As rupturas da conversibilidade e a natureza da recuperação argentina	30
1. Introdução	30
2. A recuperação argentina	32
3. Constrangimentos gerados pela crise	34
4. Políticas econômicas pós-conversibilidade	38
4.1 Estabilização monetária e financeira	38
4.2 A Reestruturação da dívida.....	40
4.3 Política monetária e cambial.....	42
5. O setor externo durante a recuperação	43
6 A recuperação econômica pós-conversibilidade e os principais desafios	46
6.1 O estímulo do setor externo: segundo e terceiro trimestres de 2002.....	46
6.2 A absorção interna: do quarto trimestre de 2002 ao segundo de 2004.....	47
6.3 O mercado interno e as exportações: a partir da segunda metade de 2004	48
6.4 Obstáculos à manutenção do crescimento	49
7. Considerações finais	50
8. Referências Bibliográficas.....	52
 Ruptura de contratos e intervenção discricionária do estado: debates sobre a crise argentina de 2001-2002 e a recuperação pós-conversibilidade.....	54
1. Introdução	54
2. Instituições, disciplina em contratos e desenvolvimento econômico	56
3.1 Ação do estado e ruptura de contratos.....	59
4. Interpretações sobre a experiência argentina.....	62
5. Considerações Finais	69
6. Referências Bibliográficas.....	73
 Anexo I.....	76
Anexo II	77

Ruptura e crescimento: a recuperação econômica da Argentina de 2002 a 2006.

Introdução

Este trabalho analisa a trajetória da economia argentina de 2002 a 2006, marcada pela vigorosa e surpreendente recuperação depois da gravíssima crise de 2001, desfecho da longa recessão iniciada em 1998 e que marcou o fim do regime de conversibilidade. Em 2001 o PIB caiu 11% e o bloqueio dos depósitos bancários em dezembro, o *corralito*, e a moratória da dívida externa de US\$ 144,5 bilhões ameaçavam materializar o temido cenário de *overshooting* cambial e desorganização financeira interna. Menos de seis meses depois da configuração desse cenário caótico, contudo, o quadro se inverteu com rapidez e a economia passou a exibir crescimento anual de 8,5% nos anos seguintes.

Para discutir processo tão complexo e ainda em andamento, a dissertação foi organizada na forma de três artigos, relativamente independentes entre si, ainda que com algumas repetições inevitáveis. O primeiro analisa o regime dos anos 1990, a conversibilidade, e a dinâmica macroeconômica que conduziu à crise. O segundo artigo busca compreender as origens, a dinâmica e os desafios da recuperação argentina, indagando como o país conseguiu se recuperar de uma queda drástica no PIB em um curto período de tempo e como esse crescimento se manteve acelerado mesmo após a recuperação. O terceiro artigo, por fim, analisa o debate entre as diferentes interpretações sobre a trajetória argentina com ênfase em duas questões muito presentes no debate econômico atual, os seja, as causas e os efeitos da ruptura de contratos e da ação discricionária do Estado na política econômica.

A conversibilidade na Argentina foi um modelo de estabilização com câmbio fixo ultra-rígido e um conjunto de reformas liberalizantes que caracterizou um novo marco no padrão de crescimento econômico. Esse regime tinha por objetivo controlar a inflação e retomar o crescimento econômico por meio de profundas transformações nas instituições e de um novo direcionamento da política econômica, de modo a alterar definitivamente as expectativas e conduta dos agentes. A descrença na habilidade do Estado enquanto gestor da política econômica e o repúdio à combinação perversa de recessão e surtos de hiperinflação no fim dos anos 1980 foram as justificativas para o

caráter ultra-rígido do regime adotado em 1991, aceito como única alternativa viável na Argentina.

A base monetária foi vinculada às reservas internacionais, na suposição de que haveria assim um mecanismo de auto-ajuste, capaz de compensar as fortes restrições impostas à política monetária e o abandono das possibilidades de manejo da taxa de câmbio. A âncora cambial tornou-se a referência para as transformações nas relações econômicas, controlou a inflação e promoveu forte crescimento, mas mostrou-se insustentável no longo prazo e terminou em uma catástrofe econômica.

Um regime cambial ultra-rígido, somado à abertura do balanço de pagamentos, expõe a economia à volatilidade dos fluxos de capital internacional. Com a sobrevalorização do câmbio, o déficit em transações correntes foi financiado pela conta de capital, ao passo que o endividamento crescente e as restrições na liquidez externa caracterizaram um *Ponzi-scheme*. A corrida bancária revelou a ineficácia do mecanismo de auto-ajuste que, na ausência de um prestamista de última instância, não conseguiu manter a paridade cambial frente à pressão exercida pelos detentores de depósitos.

O segundo artigo está centrado na Argentina pós-conversibilidade, mais precisamente na análise da trajetória econômica que se seguiu à crise, e nos determinantes de uma recuperação tão forte, apesar da gravidade dos problemas precedentes. O rompimento com variáveis que direcionavam a formulação de expectativas acarretou uma série de quebras contratuais. Mediante um conjunto de medidas do governo no sentido de direcionar a economia e arbitrar as perdas e ganhos da crise, a Argentina ingressou em um ciclo de crescimento contínuo a partir de 2002. Apesar do grave problema de reestruturação da dívida, a recuperação da crise se deu de maneira mais acelerada que sua queda iniciada em 1998.

Na primeira metade de 2005, o PIB já havia sido totalmente recuperado em relação ao nível máximo histórico de 1998 e a taxa média de crescimento anual desde o início da recuperação até o fim de 2006 foi de 8,5%. Segundo o Ministério da Economia, mesmo após a produção industrial e o investimento terem se reconstituído, a continuação da expansão econômica pode ser interpretada como um crescimento legítimo, que ultrapassou os limites de uma simples recuperação da crise. Ressalta-se que

diferentemente dos anos 1990, o crescimento pós-conversibilidade, traz consigo a redução do desemprego e uma melhoria nos outros indicadores sociais.

No terceiro artigo, analisamos o debate centrado nas interpretações da natureza da crise e da recuperação econômica que despontaram no meio acadêmico. Este país, no início de 2002, “*not only lost its ‘success story’ status but also become the world’s leading counterexample of what emerging economies ought not to do to move up in the development ladder*” (KYDLAND et ZARAZAGA, 2002: 36). Mais especificamente, mantém-se o foco na questão da disciplina em contratos e nas recomendações de política macroeconômica, sobretudo quanto ao papel do estado.

De uma forma geral, propõe-se uma contraposição sistemática entre duas grandes vertentes do pensamento econômico. A primeira delas baseia-se nas análises de economistas ligados ao FMI e atribui à ruptura com o regime previamente existente, às sucessivas quebras contratuais e à arbitragem estatal as principais causas da crise, bem como seus principais agravantes. A segunda classificação aborda de trabalhos de cunho keynesiano/estruturalista, que tratam estes eventos como a única solução viável para o problema instaurado.

Heymann (2006) nos dá a percepção de que a ruptura de contratos tem origem na dificuldade dos agentes preverem níveis sustentáveis de gasto, endividamento e de arrecadação dos atores envolvidos nas transações. Quando as tendências econômicas não são muito claras, há uma brecha para potenciais descasamentos entre os estoques e fluxos macroeconômicos. Situações como estas são marcadas por assimetrias nas expectativas e decisões de tal forma que costumam acarretar em crises sistêmicas.

De acordo com o autor, a assimetria das percepções sobre o crescimento permanente da renda interfere nas ações do governo e do setor privado. Mediante uma crise, os horizontes para tomada de decisões se estreitam e ampliam-se os incentivos para atitudes de caráter oportunista. Assim, a distinção entre o comportamento planejado e o forçado pela conjuntura de crise torna-se muito complexa.

Para a realização do trabalho, além da análise dos dados macroeconômicos, o estudo bibliográfico se concentrou nos trabalhos, de cunho keynesiano/estruturalista, de

Frenkel e Rapetti (2007), Damill, Frenkel e Rapetti (2005) e Heymann (2006) e Calcagno (1996 e 2002).

Câmbio ultra-rígido e crise sistêmica: a macrodinâmica sob convertibilidade na Argentina

Resumo

O regime de convertibilidade na Argentina foi um modelo de estabilização com câmbio fixo ultra-rígido e um conjunto de reformas liberalizantes. Nos primeiros anos o regime controlou a inflação e promoveu forte crescimento, mas mostrou-se insustentável no longo prazo e terminou em uma catástrofe econômica. Este trabalho analisa a macrodinâmica no regime de convertibilidade e os aspectos que conduziram a economia a uma crise de grandes proporções. Partimos da hipótese de que um modelo cambial rígido com abertura do balanço de pagamentos é inadequado para economias latino-americanas como a Argentina. Como principal resultado atribui-se ao excesso de rigidez imposta à política econômica e ao não funcionamento do mecanismo de auto-ajuste os principais fatores de insustentabilidade do regime.

Abstract

The convertibility regime in Argentina was a stabilization model with a hard peg exchange rate and supply-side reforms. During the first years the regime controlled inflation and provided a strong growth, but has shown it unsustainable in the long run and ended up in an economic catastrophe. This research analyses the macro dynamics in the convertibility regime and the features that conduced the economy to a crisis of great dimension. We begin with the hypotheses that a hard peg model with opened balance of payments is impropriated to Latin American economies such as Argentina. As the main result, it's attributed to the excess of rigidity imposed to the economic policy and the lack of efficiency of the self-adjustment mechanism as the main factors of insustainability of the regime.

1. Introdução

O regime de convertibilidade na Argentina foi um modelo de estabilização com câmbio fixo e um conjunto de reformas liberalizantes que seguiam a orientação disseminada na América Latina no início dos anos 1990, com âncora cambial apoiada em abertura financeira. No caso argentino, o pilar central era um regime cambial ultra-rígido, que contava com um mecanismo de auto-ajuste ao vincular a base monetária às reservas internacionais. A âncora cambial passou a ser o parâmetro para todas as transações econômicas e trouxe amplas modificações nas instituições e nos instrumentos de política econômica. Com inflação controlada, o novo cenário deveria gerar um ambiente propício ao investimento e proporcionar um crescimento sustentável de longo prazo.

A convertibilidade modificou amplamente as expectativas, os padrões e condutas no cenário econômico do país. Os preços foram estabilizados e a trajetória recessiva do PIB

reverteu-se em um crescimento anual de aproximadamente 7%. A experiência, contudo, terminou em uma catástrofe econômica, com o decreto de uma moratória recorde de US\$ 144,5 bilhões, ruptura com o padrão monetário e financeiro, queda no PIB em 28%¹, um salto no desemprego e condições de vida tão precárias que a linha de pobreza chegou a atingir 53% da população.

Este trabalho tem por objetivo discutir a dinâmica macroeconômica da conversibilidade com enfoque no funcionamento do regime cambial e seu mecanismo de auto-ajuste. O principal argumento é que a conversibilidade não era sustentável no longo prazo em razão de inconsistências intrínsecas à concepção do modelo, que foram agravadas por choques exógenos. Um regime cambial ultra-rígido, somado à abertura do balanço de pagamentos, transfere a volatilidade dos fluxos de capital internacional à economia doméstica. Mesmo que a base monetária seja respaldada pelas reservas, diante de uma fuga de capitais, o mecanismo de auto-ajuste não consegue manter a paridade cambial devido ao componente endógeno da criação de moeda bancária, uma vez que a pressão sobre a taxa de câmbio é causada pelos depósitos a prazo. Ao longo da vigência da conversibilidade houve uma situação de déficit crônico no balanço de pagamentos, que transformou-se em um *Ponzi-scheme*, como um subproduto do aumento das importações não correspondido por uma elevação da produtividade de bens *tradable* e das exportações. A desconfiança contra a solvência financeira gerou uma corrida bancária que, na ausência de um prestamista de última instância, revelou a ineficácia do respaldo da base monetária em reservas externas, diante da forte pressão sobre o câmbio gerada pela "fuga" dos detentores de elevados volumes de depósitos a prazo.

Além desta introdução, apresenta-ses na seção seguinte o ambiente de implantação da conversibilidade na Argentina; na terceira seção são traçadas as principais reformas implantadas por este regime; na quarta apresenta-se uma análise dos principais limitantes do modelo; a quinta seção discute a dinâmica macroeconômica da conversibilidade e por fim, as principais conclusões.

¹ Segundo os dados do INDEC para o período entre o segundo trimestre de 1998 e o primeiro de 2002.

2. O contexto de implantação da conversibilidade

As experiências de planos de estabilização fracassados nos anos finais da década de 1980, com dois surtos hiperinflacionários, corroeram a confiança do público na habilidade e no comprometimento do governo em gerir a política econômica, enquanto aumentava-se o grau de dolarização e a moeda nacional perdia credibilidade (Heymann, 2000: 5). Estava clara a necessidade de controlar a inflação e conseguir um ambiente macroeconômico estável que permitisse um alargamento do horizonte de tomada de decisões e de reverter-se rapidamente a recessão através de um crescimento acelerado.

Frente à deterioração da credibilidade do setor público, a Argentina seguiu a tendência internacional de caráter liberalizante no direcionamento de suas reformas e políticas. Sob esse contexto, em março de 1991 foi adotado o regime de conversibilidade; um sistema de regras rígidas para uma vinculação do peso ao dólar votado no congresso. Esse regime obrigava a manutenção da base monetária vinculada às reservas e, juntamente com a independência do Banco Central, em setembro de 1992, buscou restringir fortemente a utilização dos instrumentos de política monetária para aumentar sua credibilidade (OCAMPO, 2003: 22).

Esse arranjo cambial e monetário era a peça central de um conjunto mais amplo de medidas que determinava uma série de reformas pró-mercado. Dentre as principais, o programa incluía uma abertura drástica nos fluxos comerciais, desregulamentação do balanço de pagamentos e a privatização das empresas estatais (FRENKEL e RAPETTI, 2007: 2). A conversibilidade foi um marco na condução da economia argentina que, muito além da estabilização de preços, preconizava uma série de transformações nas instituições e instrumentos de política econômica, de modo a reverter fortemente as expectativas e as atitudes dos agentes.

A idéia por trás deste modelo é que o regime cambial ultra-rígido somado às reformas estruturais torna a economia robusta frente a ataques especulativos (CALCAGNO et alii, 2002). As transformações econômicas dos anos 90 geraram mudanças nas expectativas, e a dolarização parcial do sistema financeiro, trazia implicitamente a condição do aumento da produtividade do setor de bens e um cenário internacional favorável às exportações, acesso ao crédito e solvência do setor público (GALIANI et alii, 2003: 8).

3. A macroeconomia da conversibilidade

A conversibilidade sustentava-se por um pilar central, o regime monetário-cambial, e era apoiada por uma série de reformas complementares, sendo elas: política monetária, comercial e fiscal.

3.1 O Regime Cambial

A conversibilidade foi um regime cambial ultra-rígido², que caracteriza-se por

“... fixing the exchange rate to a hard currency, and holding enough reserves to back up the peg (e.g., through holding a stock of international reserves equal to the Money Base)” (CALVO, 2000: 4).

O sistema monetário asseguraria a âncora cambial ao vincular a base monetária à acumulação de reservas internacionais. Com o câmbio fixo por lei na paridade um peso por dólar, a base monetária seria respaldada em reservas, com uma pequena parcela em títulos públicos argentinos, para conceder uma margem de flexibilidade à política monetária. Esta regra tinha a função de gerar confiança nos depositantes de que o Banco Central poderia respaldar os pesos com dólares.

“Las reservas del BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA en oro y divisas extranjeras serán afectadas a respaldar hasta el CIENTO POR CIENTO (100%) de la base monetaria. Cuando las reservas se inviertan en los depósitos, otras operaciones a interés, o a títulos públicos nacionales o extranjeros pagaderos en oro, metales preciosos, dólares estadounidenses u otras divisas de similar solvencia, su cómputo a los fines de esta ley se efectuará a valores de mercado” (ARGENTINA, Artigo 4º da Lei 23.928 -Ley de convertibilidad).”

A regra monetária supunha o funcionamento de um mecanismo de auto-ajuste, pelo qual a acumulação de reservas expande o crédito e reduz a taxa de juros. Em uma situação de desequilíbrio externo, contraem-se as reservas, sobe a taxa de juros e reduz-se a liquidez do sistema bancário e o crédito. A contração da atividade econômica deveria então reduzir as pressões na conta corrente do balanço de pagamentos, enquanto as taxas de juros mais elevadas atrairiam capitais externos. A entrada de divisas aumentaria as reservas e o crédito interno, dando início a novo movimento de recuperação econômica (CALCAGNO et ali, 2002).

Teoricamente, a conversibilidade não incluía riscos de desvalorização, dada a existência de reservas internacionais para respaldar a base monetária. De acordo com essa ótica,

² Ou *hard peg*.

uma fuga de capitais poderia, no limite, eliminar a moeda doméstica de circulação, sem afetar a paridade cambial (CALCAGNO, 1996: 19).

Um regime com tais características goza de maior credibilidade pelo fato de estabelecer um compromisso maior com a manutenção da taxa de câmbio do que outros regimes de câmbio fixo (CALCAGNO et ali, 2002). Outra característica a ser destacada é o fato de a paridade cambial ter sido estabelecida por lei, o que torna uma alteração possível apenas mediante uma nova lei votada em congresso (GALIANI et ali, 2003).

Segundo Chudnovsky, López e Pupato (2003):

“en la opinión de sus propulsores, la libre movilidad de capitales no sólo significaría oportunidades de negocios para los países exportadores de capitales, sino que los países emergentes también se beneficiarían al acceder a ahorros externos que permitirían financiar la expansión de la inversión y estimular el crecimiento, dando lugar a una situación en que ‘ganan todos’”
(CHUDNOVSKY et ali, 2003: 28).

Deste modo, o movimento de abertura da conta de capital não foi resultado exclusivamente das pressões dos organismos multilaterais, mas também seguiu o atrativo do acesso aos fundos disponíveis nos países desenvolvidos.

É possível questionar o limite entre a real necessidade de um regime cambial dotado de tamanha rigidez e o dogmatismo embutido por trás de tais medidas, porém a resposta para tal indagação estaria na formulação de expectativas durante a implantação da conversibilidade. Vale a pena destacar a descrença na habilidade e no comprometimento do governo com o bom desempenho macroeconômico, o que eliminaria de cena os benefícios da flexibilidade monetária. Durante a vigência da conversibilidade, consolidou-se a visão de que a manutenção da paridade cambial era um aspecto chave para o funcionamento da economia. A cada evento sucedido no cenário internacional, o governo adotava medidas que sinalizavam um forte compromisso com a manutenção da taxa de câmbio. Um exemplo foi a permissão dada aos bancos de constituírem encaixes em moeda estrangeira em fins de 1992. Com a percepção de que a conversibilidade seria um regime de caráter permanente, os agentes firmaram vários contratos em dólares. Sob tais circunstâncias, uma desvalorização desviaria fortemente o valor real dos pagamentos comprometidos em dólares com relação às expectativas originais dos

agentes e instauraria um sério distúrbio no sistema financeiro com graves efeitos recessivos – como de fato ocorreu em 2001-2002 (HEYMANN, 2000: 14).

3.2 A Política Monetária

Além da liberalização do sistema financeiro, aprovou-se a independência do Banco Central por meio de uma carta orgânica, reforço da supervisão bancária de precaução e a autorização para constituir encaixes bancários em dólares. Essas medidas sinalizaram um maior comprometimento com a manutenção da paridade cambial e tornaram uma eventual desvalorização extremamente custosa, por comprometer a solvência do sistema como um todo. Também foi proibida a indexação de contratos à inflação, mas, segundo Heymann (2000:14), essa medida não atuou como restrição no início da conversibilidade, uma vez que não se manifestou uma demanda por cláusulas de ajustes por índice de preços.

Artigo 10º da Lei 23.928 (Ley de convertibilidad): *“Mantiénense derogadas, con efecto a partir del 1º de abril de 1991, todas las normas legales o reglamentarias que establecen o autorizan la indexación por precios, actualización monetaria, variación de costos o cualquier otra forma de repotenciación de las deudas, impuestos, precios o tarifas de los bienes, obras o servicios. Esta derogación se aplicará aun a los efectos de las relaciones y situaciones jurídicas existentes, no pudiendo aplicarse ni esgrimirse ninguna cláusula legal, reglamentaria, contractual o convencional —inclusive convenios colectivos de trabajo— e fecha anterior, como causa de ajuste en las sumas de pesos que corresponda pagar”* (ARGENTINA, Artigo 10º da Lei 23.928 (Ley de convertibilidad).

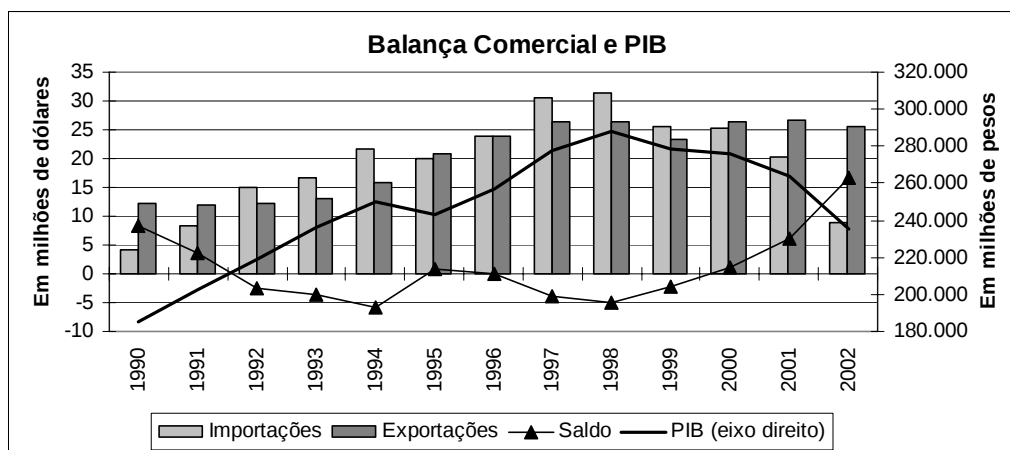
O regime de conversibilidade restringiu as possibilidades de o Banco Central gerenciar autonomamente a base monetária, financiar o governo e o sistema bancário e o transformou em uma caixa de conversão. A oferta monetária tornou-se endógena e foi ampliada pela criação acelerada de depósitos bancários, com a recuperação da atividade econômica e do crédito (RUBINI, 2003; 101). Em paralelo, foi incentivada a internacionalização do sistema bancário. Mais que melhorar o padrão de funcionamento dos bancos, havia o objetivo de contar com o socorro de liquidez das matrizes dos bancos que operavam na Argentina, uma vez que a função de prestamista de última instância do Banco Central fora praticamente descartada pelo arranjo monetário (ALLEN, 2003: 124).

3.3 A Política Comercial

A política comercial caracterizou-se por um movimento de abertura com a eliminação de grande parte dos direitos de exportação, diminuição das tarifas de importações e pelo

estabelecimento do tratado de constituição do Mercosul. O Brasil tornou-se o principal parceiro comercial da Argentina, principalmente com o salto da economia brasileira depois do fim da inflação elevada, em 1994. O gráfico 1 mostra que a balança comercial foi predominantemente deficitária durante a conversibilidade, com melhorias apenas nos períodos de recessão. O coeficiente médio de importações saltou de 6% no final dos anos 1980 para mais de 20% em 1997 (HEYMANN, 2000: 20).

Gráfico 1



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Indec.

A conversibilidade adotava implicitamente a idéia de que as reformas trariam ganhos de produtividade, que seriam refletidos na competitividade das exportações e gerariam superávits de comércio, o que não ocorreu. A depreciação real era impossível, tanto pelos preços, dada a falta de competitividade, quanto pelo valor nominal do câmbio, dada a rigidez do regime (GERCHUNOFF e MACHINEA, 1995: 45).

Um aspecto importante a ser destacado é que, apesar do movimento de abertura da política comercial, houve períodos de volatilidade no cenário internacional em que nota-se um movimento no sentido contrário. Tal fato se deve à rigidez da paridade cambial: ao se abrir mão da flexibilidade nominal, perde-se um importante instrumento de ajuste (CANUTO e LIMA, 1999: 4). Deste modo, os aumentos nas tarifas de importação, em 1995 e 1999, mostram que mesmo o Mercosul – um fator chave na política comercial da Argentina – foi colocado em segundo plano frente à manutenção do câmbio.

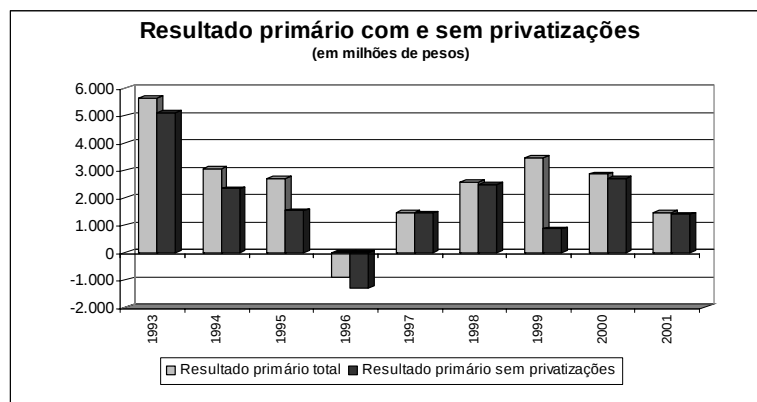
3.4 A Política Fiscal

No âmbito fiscal, o sistema tributário na Argentina foi um problema crônico não apenas durante a conversibilidade, mas ao longo da história do país. Além da baixa capacidade

de captação de impostos e dos custos administrativos enrijecidos, o sistema era incapaz de aumentar a arrecadação quando necessário (ALLEN, 2003: 134). Apesar das tentativas de melhoria, o nível de evasão fiscal se manteve elevado e a arrecadação dependia essencialmente do nível de atividade. O regime monetário da conversibilidade restringiu os gastos governo e a obtenção de crédito esteve influenciada pelas expectativas de curto prazo sobre as contas públicas (HEYMANN, 2000).

Damill, Frenkel e Rapetti (2005) dividem o quadro fiscal ao longo da conversibilidade em três momentos distintos: entre 1991 e 1994, entre 1995 e 1997 e de 1998 até o fim do regime. O primeiro período (entre 1991 e 1994) caracterizou-se por um ajustamento das contas públicas. Segundo os dados da secretaria da fazenda, o déficit operacional reduziu-se de 7,81% em fins de 1989 para menos de 1% do PIB em 1992/1993. Esse ajuste é explicado pelo aumento na arrecadação com o crescimento econômico e pela privatização das estatais, que provocou uma redução do gasto público e trouxe um volume significativo de recursos. O gráfico 2 nos mostra a influência dos recursos das privatizações no resultado primário do governo.

Gráfico 2



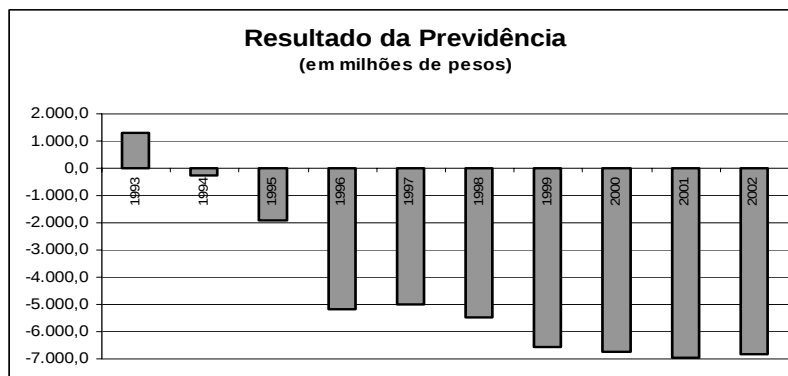
Fonte: Elaboração própria com dados do Ministério da Economia

No segundo período (entre 1995 e 1997) o déficit aumentou em razão: i) da privatização do sistema previdenciário (ocorrida em dezembro de 1994), que transferiu a arrecadação dos recursos do setor público para o privado, mas manteve a responsabilidade sobre os aposentados e pensionistas no governo³ (gráfico 3); ii) da recessão iniciada pelo contágio da crise mexicana, que reduziu a atividade e, conseqüentemente, a arrecadação (gráfico 4); iii) do pacote de ajuda do FMI para a recuperação do contágio da crise

³ O tema da reforma da previdência não é o foco deste trabalho mas sugere-se Goldberg e Lo Vuolo, 2005 como referência para o assunto.

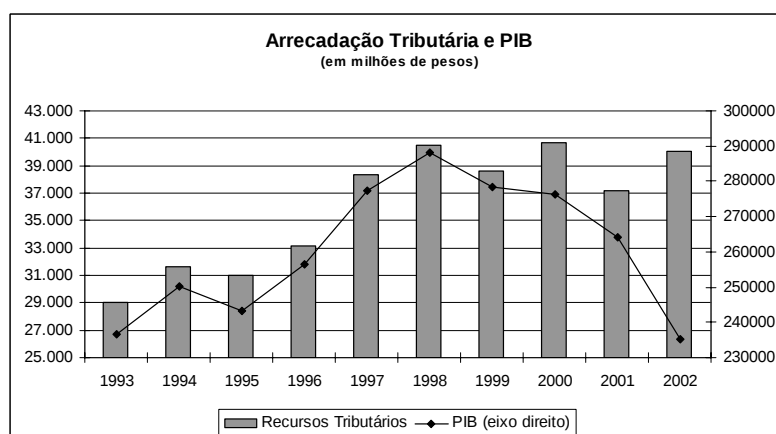
mexicana de 1994 e; iv) das medidas do governo com objetivo de compensar os efeitos negativos da abertura comercial e apreciação cambial, em que o governo reduziu a alíquota do IVA⁴ em quase todos os setores produtores de bens *tradable*.

Gráfico 3



Fonte: elaboração própria com dados do Ministério da Economia.

Gráfico 4



Fonte: elaboração própria com dados do Ministério da Economia.

O aumento no risco-país gerado pelo contágio das crises da asiática em 1997, russa em 1998 e brasileira em 1999, além de aumentar a remuneração dos empréstimos (gráfico 5), desencadeou uma tendência recessiva. No terceiro período, a partir de 1998, o crescimento do déficit foi maior que o acumulado até 1994, por conta do aumento do pagamento de juros e do déficit gerado pela privatização da previdência (DAMILL et alii, 2005). Com a recessão iniciada em 1998 e uma estrutura tributária pró-cíclica, a Argentina seguiu uma dinâmica na qual tornou-se clara a dificuldade de rolagem de dívida em um cenário de endividamento crescente, aumento nas taxas de juros e redução dos prazos de maturidade, que terminou na moratória de dezembro de 2001.

⁴ IVA é o principal tributo indireto na Argentina.

Gráfico 5



Fonte: elaboração própria com dados do Ministério da Economia.

Em suma, podemos afirmar que as receitas das privatizações juntamente ao aumento da arrecadação, motivado pelo crescimento econômico, propiciaram um ajuste das contas públicas. O gasto do governo em serviços públicos durante a década de 90 se reduziu significativamente, mas houve um endividamento crescente em decorrência da reforma da previdência social e, principalmente, com o aumento do pagamento de serviços da dívida à medida que as condições externas de liquidez se agravavam. Identifica-se então uma contradição no modelo de conversibilidade, na qual o crescimento econômico gerava desequilíbrio externo e qualquer redução da atividade econômica agravaria o quadro fiscal. Havia uma dependência do funcionamento da economia em relação à crescente entrada de dólares (CALCAGNO, 1996: 16).

Após traçar as principais reformas trazidas pela conversibilidade, tratamos na próxima seção das inconsistências intrínsecas à implantação do modelo e depois aplicamos esta descrição ao caso argentino, mediante a apresentação dos dois ciclos econômicos durante a conversibilidade.

4. Três componentes cruciais da rigidez do sistema

A conversibilidade enrijeceu a política econômica e dificultou os ajustes necessários diante de choques ou mesmo de flutuações externas e internas. Podem ser destacados três componentes cruciais, intrínsecos ao modelo, que comprometeram sua viabilidade no longo prazo.

O primeiro deles era a exposição da economia à volatilidade internacional por condicionar o crescimento ao endividamento externo (CALCAGNO, 1996: 16). Com

abertura comercial e câmbio sobre-valorizado, era forte a tendência a ocorrerem déficits crônicos em transações correntes, financiados pelo influxo de capital. Diante do fraco desempenho das exportações devido à baixa produtividade do setor de bens, o crescimento econômico foi financiado pelo endividamento público até o ponto em que se atinge um *Ponzi-scheme*. O déficit em transações correntes somado à redução das reservas gerou desconfiança no câmbio e nas condições de solvência. A manutenção da paridade cambial exigiu crescentes ingressos de capital, o que aumentou o risco país e, conseqüentemente, a taxa de juros. Mediante corridas contra as reservas, a manutenção da paridade cambial dependeu, fundamentalmente, de um prestamista de última instância ou de socorro financeiro internacional.

O segundo componente apareceu no chamado teorema da dupla impossibilidade, expressão de Gerchunoff e Machinea (1995) para caracterizar a inviabilidade de haver ajustes significativos na taxa de câmbio real sobre-valorizada, fosse por deflação, fosse por desvalorização. A deflação não ocorreria naturalmente e induzi-la por meio de recessão implicaria alto risco à conversibilidade. A desvalorização geraria uma crise de credibilidade no regime de câmbio fixo, além da peculiaridade argentina de se tratar de um regime ultra-rígido. Diante de uma situação como a descrita, a solução seria aumentar a competitividade por meio da redução de custos das empresas, por desoneração fiscal ou por aumentos de produtividade (*ibid* p. 45). Os salários, serviços e insumos deixam de ser caros à medida que os investimentos de alta eficiência aumentam a produtividade dos setores de bens e serviços. O aumento da produtividade do setor de bens *tradable* melhora a competitividade para um conjunto de preços relativos, ao passo que o aumento da produtividade do setor de serviços terá de refletir-se nos preços, ao invés de ser apropriada pelas empresas, de modo que aumente a competitividade sistêmica. Deste modo há um aumento de competitividade não como conseqüência da deflação de custos, e sim como conseqüência de uma mudança na estrutura produtiva de bens *tradable* de melhor qualidade e mais adaptados às necessidades da demanda (*ibid*, p. 46).

A viabilidade da situação acima descrita está sujeita a pré-condições que vão além de reformas estruturais que aumentem a eficiência do investimento, como os incentivos e disponibilidade de crédito para financiá-lo. Os incentivos provêm da alteração na eficiência marginal do investimento, enquanto o financiamento se origina, em grande

medida, da poupança externa. O êxito deste experimento requer uma oferta de capital internacional altamente elástica a baixas taxas de juros ao longo do processo de ganhos de produtividade. Tal situação envolve um risco muito elevado para a economia, uma vez que o fluxo de capitais externo é altamente volátil, e qualquer déficit em transações correntes requer empréstimos para seu financiamento.

O terceiro componente foi a ineficácia do mecanismo de auto-ajuste na manutenção da paridade cambial em contextos adversos. A conversibilidade foi dotada de um mecanismo de ajuste automático, que utilizou a taxa de juros de forma passiva para equilibrar a base monetária com o nível de reservas. Com a inflação controlada e um cenário internacional favorável à entrada de capital, gerou-se um aumento de reservas e da base monetária, o que ampliou a liquidez dos intermediários financeiros e a oferta de crédito ao setor privado (CALCAGNO, 1996: 7).

O crescimento dos depósitos em dólares liderou a expansão dos depósitos bancários, que por sua vez obedeceram à entrada de capital externo, principalmente de curto prazo. O elevado grau de dolarização dos recursos bancários tornou-se um fator de fragilidade financeira. Isso porque os dólares foram atraídos para a Argentina pelo diferencial de taxas de juros e por expectativas de retorno elevado, ao passo que qualquer redução do *spread* com relação ao exterior poderia causar uma forte fuga de divisas. A criação de moeda endógena fez com que os depósitos bancários se tornassem superiores às reservas internacionais, as quais deveriam garantir a base monetária, e não os depósitos bancários. Em momentos de desconfiança, o movimento de fuga envolveu a massa de depósitos, e não apenas os pesos em poder do público. Como a conversibilidade limitou a atuação do Banco Central como prestamista de última instância, um movimento de saque dos depósitos bancários (em pesos ou em dólares) envolvia sempre o risco de insolvência dos bancos, o que acabou ocorrendo de forma dramática no final de 2001.

5. Uma crise típica dos regimes de âncora cambial

Como assinalado por Frenkel (2003), a dinâmica da conversibilidade pode ser explicada pelo ciclo característico de modelos de estabilização com âncora cambial e abertura financeira e comercial. Nestes casos, a abundância de capital internacional permite a acumulação de reservas e a expansão da base monetária e do crédito. Há um aumento da demanda doméstica e surge uma bolha especulativa nos mercados, financeiro e

imobiliário. Essa bolha caracteriza uma inflação dos ativos pelo fato do mercado local ser pequeno em relação ao volume desses papéis, cuja credibilidade e rentabilidade são elevadas sob regime de câmbio fixo.

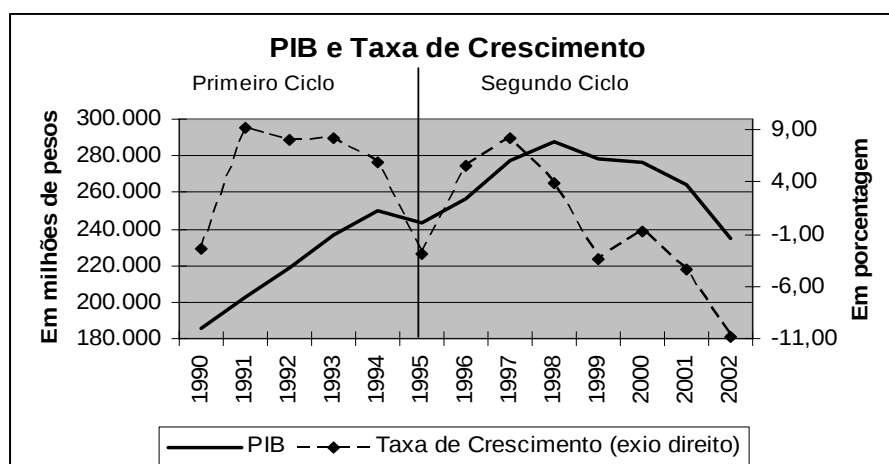
O setor de bens tem os preços estabilizados rapidamente, em razão da abertura comercial com câmbio valorizado, enquanto a estabilização dos preços dos serviços requer um período mais extenso, com a pressão de demanda e a baixa concorrência externa. O investimento externo direto, incentivado pela mudança nos preços relativos, tende a se concentrar inicialmente no setor de serviços, o qual, além de remeter dividendos e lucros, não gera exportações, ao passo que o setor de bens sofre com a concorrência dos produtos importados.

Ao mesmo tempo, o câmbio sobre-valorizado e a abertura comercial geram um déficit de transações correntes, financiado pelo endividamento externo. O aumento contínuo da dívida externa conduz a um *Ponzi-scheme* e a um movimento de redução de reservas, com o que a desvalorização só pode ser evitada com o ingresso de capital a uma taxa de juros crescente. O cenário de recessão, iliquidez e insolvência gera um ataque contra a taxa de câmbio. Sem crédito internacional e com reservas reduzidas, o regime cambial entra em colapso (FRENKEL, 2003).

Durante a vigência do regime de conversibilidade, é possível distinguir dois ciclos econômicos distintos que funcionaram de maneira semelhante. O primeiro deles teve início com a implantação do regime em março de 1991 e entrou em crise em 1995, após uma mudança nas condições do cenário internacional com o aumento da taxa de juros dos EUA e, principalmente, com o contágio do efeito tequila da crise mexicana de 1994. O segundo ciclo começou sua ascensão em 1996, com um pacote de ajuda do FMI, e atingiu um nível máximo em 1998. A partir deste período inicia-se uma recessão que terminou na crise de 2001-2002 e colapso do regime (gráfico 6).

Diferentemente de experiências prévias, a conversibilidade teve início em um cenário de redução das taxas de juros internacionais, disponibilidade de fundos e contexto externo favorável à renegociação da dívida, com elevado volume de capitais líquidos em busca de maior rentabilidade nas economias emergentes, as quais adotaram abertura da conta de capitais, privatizações e incentivos ao IED (CHUDNOVSKY et al 2003: 27).

Gráfico 6



Fonte: elaboração própria com dados do Indec.

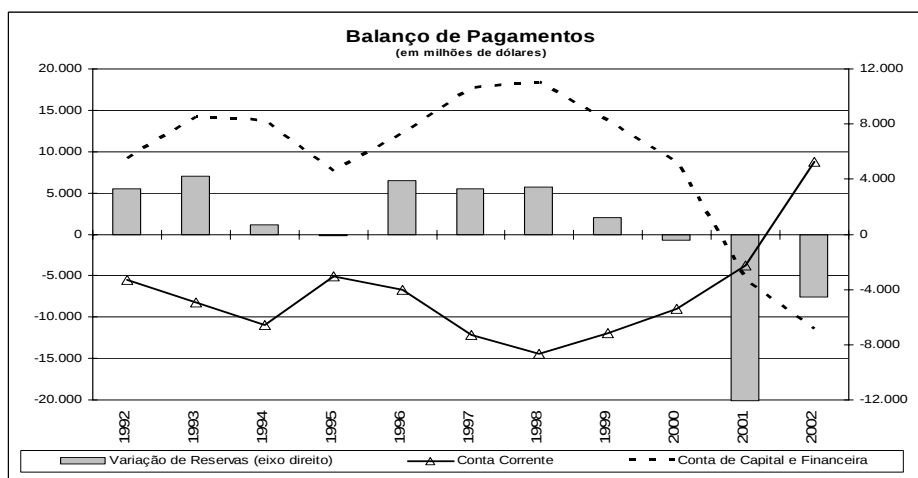
A entrada massiva de capitais ocorrida no início da conversibilidade possibilitou uma rápida reconstrução de um sistema de crédito doméstico que financiou um aumento explosivo da demanda. Entre 1992 e 1993 o governo adotou uma postura ativa na expansão do crédito, com redução dos níveis de encaixes bancários de 35% para 26%. Para aumentar a competitividade, o governo se empenhou em um programa de desregulamentação trabalhista e uma política fiscal do tipo *supply side*, no qual buscou-se reduzir os impostos distorcivos (com incidência maior nos fatores produtivos, como impostos ao trabalho, imposto de renda e sobre ativos produtivos), o que configura uma estratégia de “desvalorização fiscal” (GERCHUNOFF e MACHINEA, 1995: 48).

O fortalecimento das relações comerciais do Mercosul, a expansão da economia brasileira⁵, impulsionada pelo fim da alta inflação em 1994, juntamente com uma melhoria nos termos de troca da Argentina, refletiram-se positivamente no comércio exterior. Porém, durante a conversibilidade, o setor privado não aumentou suas exportações de modo a gerar divisas suficientes para que o governo pudesse manter a paridade cambial sem se endividar. Com a diminuição de recursos providos após a onda de privatizações, acentuou-se o grau de endividamento em moeda estrangeira e começam a se destacar os primeiros sinais de uma situação problemática na estrutura do balanço de pagamentos (gráfico 7). Dada a forte dependência em relação às condições de liquidez internacional, a Argentina foi afetada pelo aumento das taxas de juros dos EUA na primeira metade de 1994 e pelo contágio do efeito tequila da crise mexicana de

⁵ De acordo com o Ministério da Economia, o Brasil é o principal destino das exportações argentinas desde 1991.

dezembro do mesmo ano. Inicia-se então uma fuga de capitais que acarretou em recessão durante todo o ano de 1995 (HEYMANN, 2000: 8).

Gráfico 7



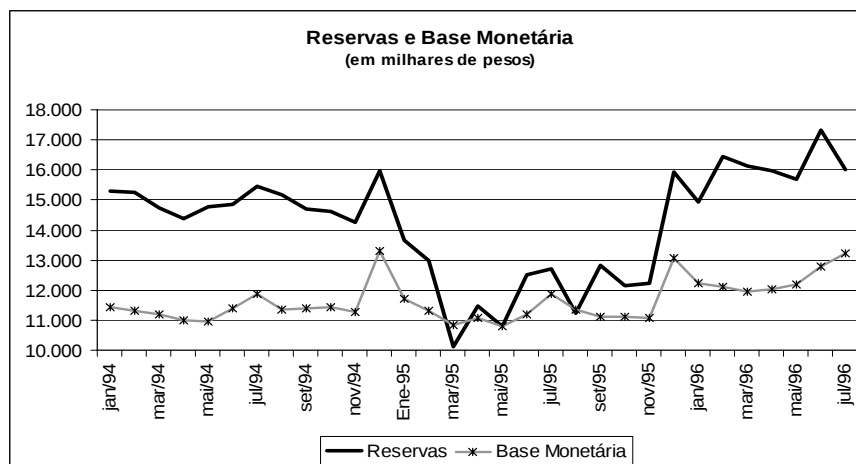
Fonte: elaboração própria com dados do INDEC.

Com o chamado “efeito tequila”, provocado pela crise mexicana de dezembro de 1994, houve forte contração nas reservas, não acompanhada pela base monetária nem pelo crédito, que apresentaram oscilações de menor intensidade (gráfico 8). A crise gerou uma perda de depósitos, ao passo que o cenário econômico impedia os bancos de cobrar os créditos concedidos aos clientes (gráfico 9). Assim, as reservas não eram suficientes para respaldar a totalidade dos depósitos, o que levaria à quebra na ausência de um prestamista de última instância. Não houve ajuste automático, a base monetária não acompanhou as reservas e nem os empréstimos seguiram os depósitos. De acordo com Calcagno (2002):

“Lo que hubo fue un rescate en gran escala liderado, primero, por el Banco de la Nación Argentina (estatal), y luego por el Banco Central mismo, a través de redescuentos y operaciones de pases para inyectar liquidez por 3.500 millones de pesos (para ello, se cambió por decreto la ley que establece la Carta Orgánica del BC). Asimismo, se flexibilizaron los requisitos de encajes obligatorios de los bancos, se reimplantó una garantía de depósitos y se constituyeron dos fondos para financiar la reestructuración del sistema bancario, incluyendo fusiones y transferencias. De este modo, el Banco Central tuvo una intervención decisiva para enfrentar la crisis bancaria”. (CALCAGNO et alii, 2002:10).

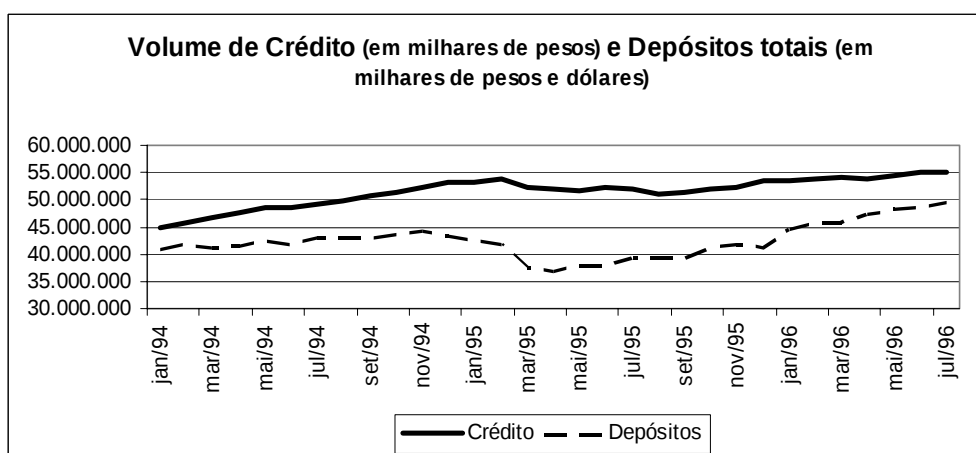
A partir desses fatos, percebe-se que havia alguma margem de manobra e a rigidez do regime não era absoluta. O socorro do Banco Central aos bancos comerciais, diante da emergência da crise de 1995, mostrou que a conversibilidade não funcionava como uma limitação por completo da possibilidade de intervenção do governo, mas era certamente insuficiente para enfrentar um desafio mais sério e de grande intensidade.

Gráfico 8



Fonte: elaboração própria com dados do Ministério da Economia.

Gráfico 9



Fonte: elaboração própria com dados do Ministério da Economia.

A crise de 1995 foi controlada quando o Banco Central obteve um pacote de ajuda externa, que funcionou como prestamista de última instância, socorreu aos bancos e recompôs as reservas. Pode-se concluir que a demanda de divisas desencadeou um processo de saque de depósitos mais intenso que aquele suposto pelo mecanismo de auto-ajuste. Respaldo a base monetária com reservas internacionais pode funcionar como mecanismo para aumentar a credibilidade e reduzir o risco de demandas bruscas por conversão de haveres financeiros em moeda com o propósito de comprar dólares. Contudo, caso se instale a desconfiança na sustentação do câmbio fixo ou na solvência do sistema bancário, o respaldo da base monetária em dólares não se mostra suficiente para cobrir os depósitos a prazo. Em casos assim, o sistema bancário entrará em crise antes do esgotamento das reservas internacionais. Para que o sistema bancário não entre em colapso em uma situação desse tipo seria necessário haver uma deflação de ativos de

grande magnitude, ou a entrada em cena de um prestamista de última instância capaz de dar liquidez aos depositantes e, dessa forma, evitar o colapso da confiança na capacidade dos bancos de honrar seus depósitos (CALCAGNO, 1996: 36).

Em 1996, houve um declínio nos preços de exportações, que foi amortecido por uma queda nos preços dos bens importados. Esses fenômenos combinados equivalem a uma deflação internacional, que gera uma apreciação real do câmbio (HEYMANN, 2000: 8). Nesse mesmo ano, um pacote de ajuda do FMI, além de reverter as expectativas desfavoráveis, trouxe um grande volume de capitais e permitiu a recuperação que marca o início do segundo ciclo. Desta vez, o crescimento foi financiado: i) com o aumento do IED, pela venda das empresas nacionais falidas na recessão de 1995 aos investidores internacionais em uma onda de fusões e aquisições e de centralização da produção, e ii) com endividamento externo do setor público, uma vez que a onda de privatizações havia se esgotado e o setor exportador estava enfraquecido pela sobrevalorização cambial e pela abertura comercial (CALCAGNO et ali, 2002).

De acordo com Heymann (2000: 41), até a deflagração da crise de Hong Kong a crise asiática de 1997 não afetou de modo significativo os fluxos de capitais que se direcionavam à Argentina, e o capital continuou a entrar, a uma taxa de juros mais alta. Apesar da queda no preço dos ativos e da redução das reservas internacionais, essa perturbação não foi considerada grave. Em 1998, a crise russa atingiu a Argentina de tal modo que, embora o influxo de capitais não tenha sido interrompido, a taxa de juros disparou e os preços das ações caíram significativamente. A desvalorização cambial do Brasil em janeiro de 1999 agravou a tensão, uma vez que não se tratava apenas de efeito contágio adicional, mas de mudança de preços relativos que implicava efeitos reais na economia argentina. De 1998 em diante, o PIB iniciou uma trajetória recessiva que reduziu o volume de empréstimos, mas os depósitos seguiram fluindo normalmente, ou seja, não houve ameaça de crise bancária de início.

Como o regime de conversibilidade não permitia que se modificasse o câmbio real por meio de variações do câmbio nominal, as mudanças só poderiam ser feitas por alterações nos preços relativos de bens domésticos em relação aos parceiros comerciais. Além disso, a situação fiscal muito rígida inviabilizava a utilização do gasto público para promover melhorias de competitividade, seja por meio de incentivos de curto

prazo, seja por meio de alavancagem de investimentos em infra-estrutura ou desenvolvimento tecnológico.

Houve dois processos de ajuste cambial por meio de mudanças nos preços relativos. O primeiro foi a iniciativa do governo de aumento de tarifas de importação, movimento contrário à abertura comercial, de modo a atuar sobre o nível de preços dos bens importados, frente ao início da recessão e queda nos termos de intercâmbio, sob efeito da desvalorização brasileira de 1999. Essa política passou a ser utilizada para melhorar as condições de competitividade dos produtos argentinos frente aos produtos brasileiros, o que acarretou em tensões no Mercosul, a pesar de o governo argentino considerar o bloco como elemento central em suas políticas (HEYMANN 2000: 21).

O segundo processo foi a deflação, em torno de 1% ao ano, até a desvalorização em dezembro de 2001, por conta da recessão, com elevados custos em termos de produção e desemprego. Cabe ressaltar que os preços dos serviços públicos privatizados, por estarem indexados à inflação dos EUA, não sofreram alterações em termos relativos. Este fator acarretou em tensões sociais e políticas e atuou como obstáculo ao aumento da competitividade do setor de bens *tradable* (CHUDNOVSKY et ali 2003: 69).

Desde 1998, os agentes privados da Argentina começam a se precaver contra a possível desvalorização e aumentam a proporção de seus ativos em dólares no exterior. Este fato gerou uma saída de capitais, reduziu o volume de reservas e, consequentemente, contraiu a liquidez. Frente à rigidez que o sistema impunha sobre a política monetária, as províncias e o próprio governo federal deram início à emissão de títulos que passaram a ser utilizados como meio de pagamento, as chamadas quase moedas, que se tornaram uma alternativa para manter a conversibilidade em um cenário de iliquidez crescente. No auge da crise, em 2001, as quase moedas passam a ser emitidas em larga escala, atingindo um nível de 2% do PIB, o que representava de fato um rompimento do padrão monetário. A oferta desses títulos foi essencial para manter certo nível de liquidez e evitar o agravamento da crise (SCHVARZER; FINKELSTEIN, 2003).

Com o agravamento da recessão, o quadro fiscal se agravou e as expectativas foram se deteriorando. O governo buscou com afincado reaver a confiança dos mercados para reconquistar o elemento que permitiu o crescimento com desequilíbrio externo, o

influxo de capitais. Nesse ponto, iniciou-se uma busca incessante pela qualificação de “*investment grade*” e o nível de risco passou a ser a meta oficial. Para atingir tais objetivos, o governo adotou um pacote de arrocho fiscal em 1999 e 2000 que, além não atingir o resultado desejado, agravou a recessão em curso (GALIANI et ali, 2003).

Em março de 2001 ocorre uma fuga de depósitos e Cavallo reassume como ministro da economia com grande apoio político. Dentre suas principais medidas, destacam-se a introdução do euro juntamente ao dólar como âncora na tentativa de aliviar a sobrevalorização cambial e o plano de “competitividade”, que consistiu em uma redução tributária na tentativa de evitar demissões e redução de custos. A inserção no euro como âncora foi percebida como risco de desvalorização e o plano de competitividade não aumentou a arrecadação e nem reverteu a tendência recessiva da economia. Diante de tal cenário impõe-se em julho de 2001 a lei de déficit zero, que reduziu gastos inclusive de salários e pensões (exceto os mais baixos), em 13% (CALCAGNO et ali, 2002).

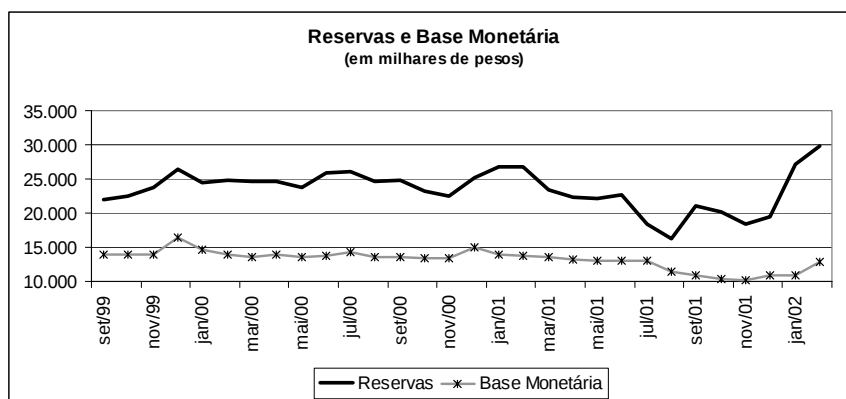
Ao longo da recessão, o FMI e outros organismos internacionais concederam alguns pacotes de ajuda, na esperança de reverter as expectativas e solucionar os problemas, que até o momento pareciam de ordem transitória. Dentre os principais podemos mencionar o de março de 2000 no valor de US\$ 7,2 bilhões, o chamado “*blindaje*” de janeiro de 2001 no valor de US\$ 40 bilhões e o de agosto de 2001 no valor de US\$ 8 bilhões. Além dos pacotes de ajuda, o governo consegue algumas operações *swaps* como a chamada “*megacanje*” em junho de 2001 e outra chamada “*empréstimos garantizados*” em novembro do mesmo ano no valor de US\$ 42 bilhões (FRENKEL e RAPETTI, 2007).

Apesar das várias tentativas de socorro entre os anos 2000 e 2001, os problemas que emergiram na conversibilidade eram crônicos e intrínsecos ao modelo, e não de ordem transitória. A partir de fevereiro de 2001, ocorreram vários episódios de corrida bancária, contidos temporariamente pelos pacotes de ajuda. Ainda assim, os bancos estrangeiros instalados na Argentina não receberam o socorro de suas matrizes para garantir os depósitos do público e manter os saques (CALCAGNO et ali, 2002: 30).

Diante da situação de corrida bancária, os bancos privados solicitaram ao governo medidas excepcionais para conter a fuga de depósitos. Em dezembro de 2001 Cavallo anunciou o “*corralito*”, um bloqueio no saque de depósitos bancários, embora a utilização de cartão de crédito e talões de cheque não foi restringida. O “*corralito*” teve como objetivo evitar a quebra generalizada dos bancos e evitar a desvalorização da moeda, porém essa medida deteriorou a confiança do público na existência de reservas no Banco Central ou nos bancos comerciais para respaldar a paridade de pesos em relação a dólares como pregava a conversibilidade (*ibid*).

À diferença da crise de 1995, a queda de depósitos e reservas entre março e agosto de 2001 teve um propulsor endógeno. O prolongamento da recessão que dissipou o efeito do “blindaje” e as mudanças na equipe econômica deterioraram a credibilidade e motivaram a fuga de divisas. O Banco Central apoiou o sistema bancário com a redução dos requisitos mínimos de liquidez, operações de passe e obtenção de empréstimos do FMI. Assim como em 1995, a contração de reservas não obteve contrapartida na base monetária (gráfico 10), os depósitos sofreram uma redução não acompanhada pelo volume de crédito (gráfico 11) e houve novamente a necessidade aguda de um prestamista externo para socorrer a economia. Os eventos de 1995 e 2001 mostraram que a conversibilidade era vulnerável e não contava com um mecanismo endógeno de ajuste (CALCAGNO et ali, 2002).

Gráfico 10

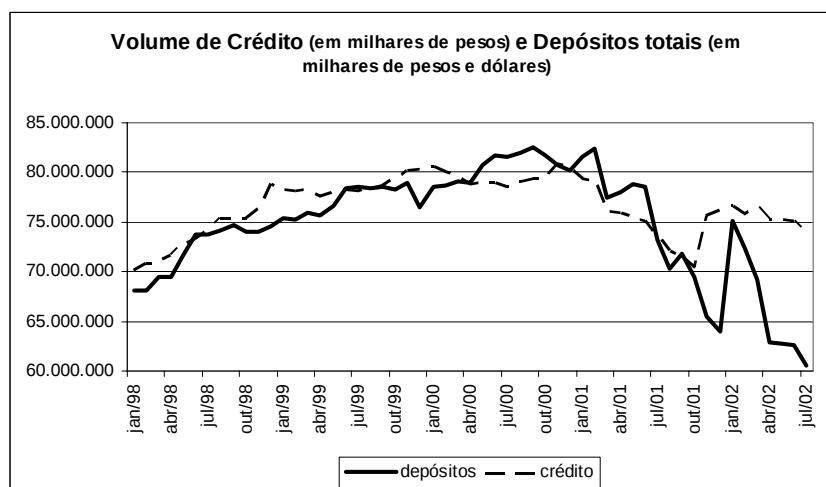


Fonte: elaboração própria com dados do Ministério da Economia.

O *corralito* agravou as tensões já presentes em 2001 e, após dias de conflitos políticos e sociais, decretou-se a moratória parcial da dívida externa de US\$ 145 bilhões. Como nos últimos anos do esquema de conversibilidade a paridade era sustentada pelo endividamento público, a moratória implicou a ruptura do regime, que se deu

oficialmente nos primeiros dias de janeiro de 2002 sob um ambiente de forte depressão da atividade econômica (FRENKEL e RAPETTI, 2007: 8).

Gráfico 11



Fonte: elaboração própria com dados do Ministério da Economia.

6. Considerações Finais

Uma análise de maneira retrospectiva traz implicitamente a perfeita simetria de informações e perfeita previsão dos eventos – circunstâncias sob as quais a crise não teria ocorrido – portanto o estudo da conversibilidade deve ser feito levando em consideração as expectativas dos agentes no momento dos acontecimentos. A partir deste ponto de vista, é possível afirmar que “(...) *los agentes actuaron como si confiaran en la permanencia de ingresos medios netamente más altos que en el pasado*” (GALIANI et ali, 2003: 39), ou seja, havia a expectativa de que o nível real da renda em dólares no momento da elaboração de uma série de contratos seria permanente e sustentável no longo prazo.

De fato, um modelo de estabilização que adota uma âncora cambial com abertura das contas do balanço de pagamentos não absorve os efeitos da volatilidade do cenário internacional. No caso argentino, por se caracterizar como modelo ultra-rígido, a saída da conversibilidade acarretou custos mais elevados que em regimes mais flexíveis. Talvez se possa argumentar que não havia necessidade de medidas de enrijecimento do sistema, como a dolarização parcial do sistema financeiro e a paridade cambial fixada em lei. Contudo, no momento de implantação da conversibilidade, a tendência mundial de abertura e liberalização, com acesso à poupança externa, e a completa descrença na habilidade e força de vontade política do governo de se comprometer seriamente com a

gestão econômica do país incentivaram a adoção de medidas rígidas para recuperar com rapidez a credibilidade e atrair os recursos externos.

A conversibilidade mostrou que os sistemas monetário e cambial influem no funcionamento do sistema financeiro. A entrada de capitais estrangeiros gera uma expansão monetária que se transforma em iliquidez nos momentos críticos de desconfiança do sistema financeiro. Essa iliquidez retrai a oferta de crédito e aumenta a taxas de juros, o que afeta a atividade econômica, a solvência do setor privado não financeiro e a qualidade das carteiras bancárias. A conversibilidade afirmou a dependência da atividade doméstica em relação à entrada de divisas, pois nos momentos de fácil acesso ao capital internacional, houve crescimento econômico e melhoria na arrecadação tributária, apesar do crescente déficit comercial. A taxa de câmbio permaneceu sobre valorizada durante toda a década, uma vez que a rigidez do modelo impedia um ajuste da paridade cambial. Na reversão dos fluxos de capitais, o déficit comercial teve que ser absorvido com um ajuste recessivo (CALCAGNO, 1996: 37).

Nos momentos de crise, as reservas não foram pressionadas pela base monetária, e sim pelos depósitos a prazo, portanto o problema da conversibilidade não estava atrelado ao meio circulante, e sim aos depósitos a prazo, que sempre foram muito superiores às reservas internacionais. Os agentes utilizaram pesos para comprar dólares e aguardaram a desvalorização da moeda. No ataque especulativo, os bancos ficaram sem liquidez e aumentaram a taxa de juros para conseguir recuperar os depósitos. O mecanismo de auto-ajuste supunha que os bancos responderiam à retirada de depósitos com recursos líquidos, capacidade de endividamento e recuperação do crédito outorgado (CALCAGNO, 1996: 20).

A conversibilidade foi extinta de maneira não premeditada e deixou muitas marcas no âmbito sócio-econômico. Consideramos este desfecho trágico uma consequência das características intrínsecas ao modelo. Com o câmbio valorizado e a concorrência dos produtos importados, a indústria nacional foi reduzida e concentrada, enquanto a balança comercial foi predominantemente deficitária ao longo do período. A conta de capitais representava a contrapartida ao déficit comercial para equilibrar balanço de pagamentos, entretanto, dada a rigidez do modelo cambial de manter a base monetária lastreada nas reservas internacionais, a volatilidade dos mercados internacionais era

transferida à atividade doméstica e o mecanismo de auto-ajuste mostrou-se ineficaz devido ao componente endógeno da criação de moeda. O desempenho econômico ficava sujeito aos resultados do balanço de pagamentos e o sistema financeiro dependente de um prestamista externo de última instância. A grave crise de 2001-2002 foi uma decorrência do modelo adotado, no qual as expectativas iniciais se destoaram fortemente dos resultados finais obtidos.

7. Referências bibliográficas

ALLEN, M; Some Lessons from the Argentine Crisis: A Fund Staff View. In **The Crisis That Was Not Prevented: Argentina, the IMF, and Globalisation**. TEUNISSEN, J; AKKERMAN, A (Ed.) Fondad, The Hague, Netherlands, 2003.

ARGENTINA, **Lei 23.928 (Ley de convertibilidad)**.

CALCAGNO, A; *El Régimen de Convertibilidad y el Sistema Bancario en Argentina*. División de Estadística y Proyecciones Económicas. CEPAL, 1996.

CALCAGNO, A; MANUELITO, S; TITELMAN, D. *La convertibilidad em Argentina: lecciones de una experiencia*. ICONOS. Revista de Ciencias Sociales, no. 12. FLACSO, Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales, Quito, Ecuador: Enero, 2002.

CALVO, G; *The case for hard pegs in the brave new World of global finance*. University of Maryland, Universidad T. Di Tella and NBER, June, 2000. Mimeo.

CANUTO, O; LIMA, G, T. *Crises bancárias, redes de segurança financeira e currency boards em economias emergentes*. Texto para discussão. EI/UNICAMP, Campinas, n. 83, set. 1999.

CHUDNOVSKY, D; LÓPEZ, A; PUPATO, G; *Las Recientes Crisis Sistémicas en Países Emergentes: Las Peculiaridades del Caso Argentino*. In: BRUNO, C; CHUDNOVSKY, D; **Por qué Sucedió? Las causas económicas de la reciente crisis argentina**. Siglo XXI de Argentina Editores, 1ª Ed, Buenos Aires, 2003.

DAMILL, M; FRENKEL, R. RAPETTI, M. *The Argentinean Debt: History, Default and Restructuring*. CEDES, Buenos Aires, Abril 2005. Disponible en http://www.cedes.org/descarga/n_doc_cedes/16.zip

FRENKEL, R; RAPETTI, M. *Argentina's Monetary and Exchange Rate Policies After the Convertibility Regime Collapse*. CEPR, Washington, D.C., March 2007.

FRENKEL, R; *Globalización y Crisis Financieras en América Latina*. Revista de Economía Política, vol. 23, nº 3 (91), julho-setembro/2003

GALIANI, S; HEYMANN, D; TOMASSI, M. Expectativas frustradas: el ciclo de la convertibilidad. Serie estudios y perspectivas. Oficina de la CEPAL, Santiago de Chile, junio de 2003.

GERCHUNOFF, P.; MACHINEA, J.; "Un ensayo sobre la política económica después de la estabilización". In: Bustos, Pablo (comp.), *Más Allá de la Estabilidad*. Buenos Aires, Fundación Friedrich Ebert, 1995.

GOLDBERG, L; LoVUOLO, R; *La reforma de la reforma: un nuevo sistema previsional para la Argentina*. Ciepp – Documento de Trabajo N° 45, Buenos Aires, Julio de 2005.

HEYMANN, D; Políticas de reforma y comportamiento macroeconómico: la Argentina en los noventa. Serie estudios y perspectivas. Oficina de la CEPAL em Buenos Aires, mayo de 2000.

INDEC. www.indec.gov.ar Acceso em 08/02/2008.

Ministerio da Economia, Informe Económico Trimestral, vários anos. Disponível em: <http://www.mecon.gov.ar/basehome/informacion.htm> Acceso 08/02/2008.

Ministério de Economia y Producción; Secretaria de Hacienda. *Sector Publico Argentino no Financiero: Cuenta ahorro-inversión-financiamiento 1961-2004*. Buenos Aires, Setembro, 2005.

OCAMPO, J. *The Mistaken Assumptions of the IMF*. In **The Crisis That Was Not Prevented: Argentina, the IMF, and Globalisation**. TEUNISSEN, J; AKKERMAN, A (Ed.) Fondad, The Hague, Netherlands, 2003.

RUBINI, H; Argentina: entre la hiperinflación y la trampa de la liquidez. *CUESTIONES ECONÓMICAS VOL. 19, No. 2: 3, 2003*.

SCHVARZER, J; FINKELSTEIN, H. *Bonos, cuasi monedas y política económica*. Notas de Coyuntura n° 9. CESP – Buenos Aires. Enero 2003.

As rupturas da conversibilidade e a natureza da recuperação argentina

Resumo

A economia Argentina passou por uma das maiores crises econômicas de sua história em 2001-2002, quando o PIB caiu 11% e decretou-se uma moratória sem precedentes. Surpreendentemente, no ano seguinte a trajetória econômica apresentou uma inflexão com um crescimento médio anual ininterrupto de 8,5% até 2006. O objetivo deste trabalho é discutir a Argentina pós-conversibilidade, com especial atenção para os aspectos das rupturas geradas na crise que explicam a recuperação. Para tal, realizamos uma pesquisa bibliográfica da literatura existente sobre a economia argentina recente e uma análise de dados dos principais indicadores macroeconômicos. Verificamos que a ruptura com o modelo da conversibilidade foi fundamental para a volta das taxas de crescimento e identificamos três períodos distintos na expansão econômica posterior à crise. Apesar das possíveis dificuldades quanto à solvência da dívida futura e à coordenação da política monetária e cambial, as fontes de instabilidade macroeconômica do balanço de pagamentos que historicamente limitaram o crescimento argentino não são encontradas na economia no período recente.

Palavras-chave: Economia argentina, crise e recuperação, moratória, política monetária e política cambial.

Abstract

The Argentine economy has experienced one of the greatest economic crisis in its history in 2001-2002 when the GNP fell 11% and a default was announced. Surprisingly, in the following year the economic path has shown an inflection with an interrupt increase in the average annual growth rates of 8.5% until 2006. This paper aims to discuss Argentina post-convertibility regime, with particular emphasis to the features of the ruptures generated by the crisis that explain the recovery. In order to achieve that, we've done a bibliographic research of the existing literature regarding the recent Argentine economy and a data analysis of the main macroeconomic indicators. It was found that the break with the convertibility model was determinant to the return of positives growth rates and we also identified three distinct phases of economic expansion after the inflection of the crisis emerged. Although, it might be difficult to guarantee the debt future solvency and the coordination of monetary and exchange rate policy, the factors behind the macroeconomic instability in the balance of payments that historically constrained the Argentine growth rates are not find in the economy recently.

Key words: Argentine Economy, crisis and recovery, moratorium, monetary policy and exchange rate policy.

1. Introdução

A experiência argentina no período recente destaca-se por tratar de uma recuperação acelerada após uma crise de grandes proporções. A estratégia de crescimento dos anos 1990 caracteriza-se pelo acentuado grau de rigidez imposto à política econômica que acarretou na crise de 2001-2002 e em uma série de rupturas. Essas rupturas, ao mesmo tempo em que agravaram o cenário econômico já tenso, permitiram a ação do governo, que possibilitou a condução da recuperação.

Além do decreto de uma moratória da dívida externa de dimensões inéditas, do bloqueio dos depósitos bancários em dezembro de 2001 e do fim do regime de conversibilidade em 2002, o PIB da Argentina sofreu uma queda abrupta de 11%, o emprego seguiu em declínio e havia previsões de hiperinflação devido à desvalorização cambial. Entretanto, após um conjunto de ações do governo na tentativa de controlar as variáveis monetárias

e financeiras, a economia ingressou em um ciclo de crescimento contínuo a partir do segundo trimestre de 2002. Na primeira metade de 2005 a produção já havia recuperado os níveis pré-crise⁶ e a taxa média de crescimento desde o início da recuperação até 2006 foi de 8,5% ao ano.

Neste trabalho partimos da tese de que modelos de estabilização com âncora cambial financiados por poupança externa não são adequados para economias emergentes. A experiência latino-americana mostra que, em geral, o capital externo que entra no país financia o consumo, e não o investimento produtivo, ao passo que a rigidez cambial restringe a margem de manobra da política econômica frente a choques externos adversos. Além disso, o ingresso de capitais estrangeiros acentua o hiato externo e os fatores de instabilização do crescimento econômico.

Um aspecto fundamental a ser destacado é que a Argentina ingressou em uma trajetória de crescimento acentuado por meio do rompimento do modelo econômico prévio (de estabilidade via âncora cambial e crescimento financiado pela poupança externa) juntamente à adoção de medidas para aliviar os desequilíbrios gerados pela crise.

Apesar do bom desempenho do crescimento que perdura mesmo após a superação dos níveis máximos pré-crise, a manutenção da expansão econômica está sujeita a fatores que surgem como possíveis pontos de estrangulamento. Entre tais fatores, merecem destaque as pressões inflacionárias, o conflito distributivo, o desempenho das exportações e a composição e sustentação das taxas de investimento.

Este trabalho busca traçar um elo entre a natureza da crise e os fatores que conduziram à recuperação, além de apresentar a economia argentina pós-conversibilidade, e os desafios colocados à manutenção do desenvolvimento do país.

Após esta introdução, apresentamos a segunda seção, que proporciona uma breve caracterização da recuperação e uma terceira que explica os constrangimentos da crise na economia. A quarta seção trata das políticas econômicas pós-conversibilidade, em sequência, na quinta seção, expomos o desempenho do setor externo pós-

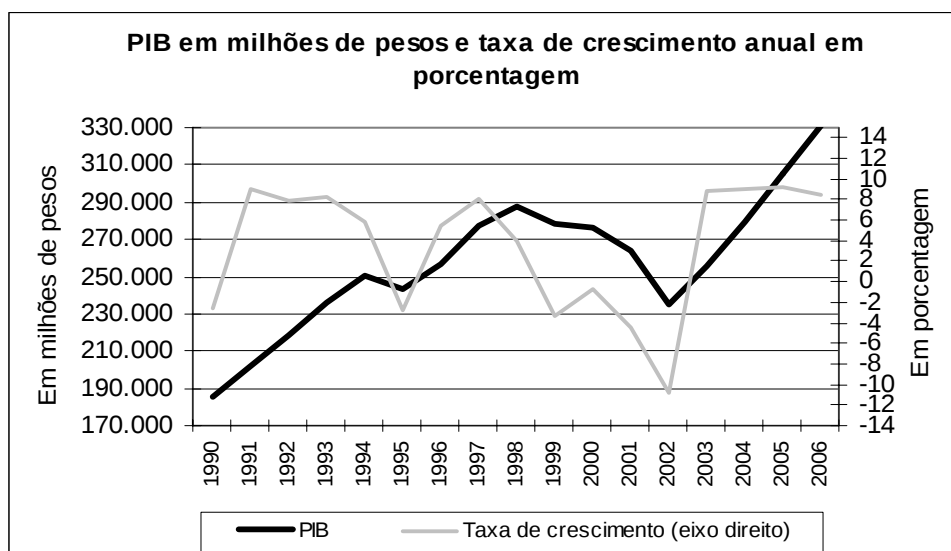
⁶ 1998 foi o ano em que a produção atingiu o nível máximo antes de se iniciar a recessão.

convertibilidade. Na seção seguinte caracterizamos a dinâmica da recuperação e os principais desafios que estão colocados, para apresentar as considerações finais na última seção.

2. A recuperação argentina

Mesmo após ultrapassar o nível máximo pré-crise em 2005 (gráfico 1), a economia argentina seguiu crescendo a taxas de aproximadamente 8,5% ao ano até 2007. O crescimento virtuoso do PIB, desde a ruptura do plano de estabilização, aumenta o emprego e como consequência melhora todos os outros indicadores sociais⁷. O emprego de tempo integral recuperou toda a perda sofrida durante a convertibilidade, enquanto os indicadores de informalidade vêm se reduzindo⁸.

Gráfico 1



Fonte: Elaboração própria com base no INDEC.

O que se destaca na atual estratégia de crescimento da Argentina em relação às anteriores é a presença de superávits "gêmeos" do setor público, ou seja, superávit fiscal e externo, e um menor o peso do endividamento externo em relação aos últimos anos da convertibilidade. Segundo a secretaria de finanças (2005), entre 2001 e 2005, o pagamento de serviços da dívida, que girava em torno de US\$ 10 bilhões anuais, reduziu-se a US\$ 3 bilhões e o estoque de dívida pública líquida passou de US\$ 120 bilhões para US\$ 86,6 bilhões. O alívio do pagamento de serviços da dívida externa na

⁷ Segundo os dados do INDEC, o desemprego que chegou a atingir 21,5% durante a crise passou para 10,9% da PEA em 2006. O nível de pobres saltou de 54,3% em 2002 para 24,9% da população em 2006.

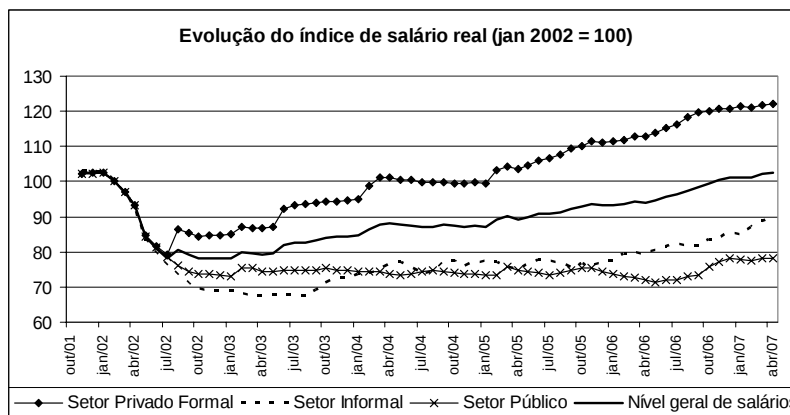
⁸ Ao analisar a PEA, o emprego formal saltou de 32,8% no auge da crise para 41,3% em 2006 e o subemprego declinou de 19,9% para 7,9% no mesmo período, de acordo com a base de dados do INDEC.

arrecadação tributária permitiu ao governo executar uma política cambial ativa, que é fundamental para a atual estratégia de desenvolvimento.

O ajuste da balança comercial começou em 1998 com o início da recessão que deprimiu as importações. A nova configuração mostra uma situação superavitária, na qual o saldo comercial é positivo mesmo com o aumento das importações frente ao crescimento da economia, ao passo que durante a conversibilidade o superávit comercial ocorria apenas em períodos de recessão.

Embora o quadro macroeconômico de 2006 configure uma situação de maior solidez, nem todos os indicadores se recuperaram. Segundo o Indec, a inflação anual situa-se ao redor de 8,7%, bem maior que a vigente no período de conversibilidade, e os cálculos e estimativas de setores não governamentais apontam inflação superior a 20% para 2007. Essa divergência tão acentuada reforça a acusação de que o índice de preços oficial estaria sendo manipulado,⁹ o que distorce os cálculos sobre a evolução do nível real de salários, taxa de câmbio e taxa de juros.

Gráfico 2



Fonte: Elaboração própria com base no Ministério da Economia.

No caso dos salários, mesmo considerando a inflação oficial, a recuperação foi parcial e desigual. Pelo gráfico 2, o nível geral de salário real recuperou completamente os padrões vigentes durante a conversibilidade, mas os dados desagregados mostram que esta tendência é liderada pelo setor privado, ao passo que os setores informal e público não se recuperaram completamente.

⁹ O Indec, organismo do governo que divulga as estatísticas sobre inflação, encontra-se em crise por ser acusado de manipular os índices de inflação. Vide Página 12 e El Clarin de 30 de janeiro de 2008, dois jornais de grande circulação na Argentina.

Os indicadores de pobreza apresentam uma trajetória de melhorias impulsionadas pelo “Plan de Jefas y Jefes de Hogares¹⁰” (18,2% no segundo semestre de 2006 frente à cifra de 50% no auge da crise), embora não atingiram o mínimo dos anos 1990 (11,9% em maio de 1994).

3. Constrangimentos gerados pela crise

Esta seção discute os constrangimentos que a crise impôs à economia, para que se tenha um melhor entendimento da seção seguinte, na qual se discutem as ações do governo e a trajetória que a economia seguiu até na recuperação. Vide anexo I para um entendimento cronológico dos constrangimentos gerados pela crise e das medidas do governo pós-conversibilidade.

A conversibilidade adotava a visão de que, com o mercado preparado por meio de reformas liberalizantes, a concorrência com produtos externos controlaria a inflação e a abertura financeira viabilizaria o investimento através de poupança externa. Complementarmente, sob câmbio fixo, o Banco Central perde a autonomia de realizar política monetária e mantém o gasto público “disciplinado” (VELASCO, 2000: 3). Como a base monetária estava sujeita à quantidade de reservas em dólares, a liquidez doméstica e a disponibilidade de crédito ficaram, em grande medida, dependentes do balanço de pagamentos. Desta maneira, tanto a balança comercial quanto a atração de capital externo desempenharam funções chaves no modelo.

Apoiada no cenário internacional de elevada liquidez, a política econômica foi conduzida como se o crédito internacional fosse perdurar até que a economia obtivesse as condições necessárias para realizar seu *catch up* produtivo. O modelo trazia implícita a crença na ausência de restrições ao financiamento externo e em aumentos de produtividade suficientemente fortes a ponto de compensar a apreciação nominal do câmbio. Ou seja, mesmo diante da apreciação nominal do câmbio, o desenvolvimento da oferta de bens comercializáveis com aumentos de produtividade seria suficiente para gerar o superávit comercial, ao passo que o crédito internacional iria suprir o hiato externo nessa fase de transição (HEYMANN, 2006).

¹⁰ O “Plan Jefas y Jefes de Hogar desocupados”, criado em 2002 para aliviar a tensão social agravada durante a crise propicia um subsídio da ordem de 150 pesos para os chefes de família desempregados que possuem filhos (DAMILL e FRENKEL, 2006).

A configuração econômica estabelecida nos anos 1990 possuía algumas peculiaridades em sua estrutura que designava ao modelo de conversibilidade um caráter ultra-rígido. Dentre as especificidades destacam-se:

- i) a sobrevalorização da moeda, o que é apontado como um grave problema pela literatura sobre crises cambiais por gerar efeitos adversos nas contas externas e atividade doméstica (VELASCO, 2000:5);
- ii) a dolarização parcial do sistema financeiro e a preferência por depósitos em dólares pelos poupadores privados, o que resultou em um número crescente de ativos e passivos em moeda estrangeira (FRENKEL et ali, 2007: 4);
- iii) a legalização de contratos em dólares e o risco de desvalorização cambial, que atingiam os aplicadores internacionais, o sistema bancário, firmas e pessoas endividadas;
- iv) o desequilíbrio externo crescente pela combinação de câmbio valorizado e abertura comercial;
- v) a volatilidade nos mercados financeiros internacionais, que influenciava fortemente a atividade doméstica e os níveis de emprego;
- vi) a própria rigidez do sistema, que impedia um rompimento com a paridade cambial sem que ocorresse uma grave crise financeira, considerando as consequências da desvalorização do peso na dívida externa e na credibilidade da moeda doméstica, o que explica as tentativas do governo levadas às últimas consequências em evitar a ruptura do modelo.

No início da conversibilidade é possível identificar algumas atitudes que demonstraram incerteza quanto à possibilidade de choques que pudessem romper a âncora cambial. Assim, houve agentes que distinguiram os ativos em pesos dos ativos em dólares. A desvalorização mexicana de 1994 gerou insegurança sobre a economia argentina e um questionamento sobre a manutenção da conversibilidade. O governo procurou mostrar sua intenção em manter a conversibilidade e adotou, no setor bancário, uma regulação de prudência e proteção contra a oferta de crédito que poderia afetar as condições de liquidez.

Convém destacar que a conversibilidade durou uma década, período muito longo se comparado às experiências prévias na Argentina. As transformações do início dos anos 1990 geraram uma grande mudança nas perspectivas quanto ao futuro do país, uma vez que muito além de uma âncora para direcionar expectativas, a conversibilidade foi a elaboração de um novo padrão de desenvolvimento. A situação predominante foi que a nova configuração da conversibilidade, somada à retomada ao crescimento e à

abundância de dólares disponíveis gerou nos agentes a idéia de que o nível de renda em dólares dos anos 1990 seria o novo parâmetro para a Argentina, e poderia sofrer leves flutuações, porém não declínios acentuados (GALIANI et ali, 2003: 14).

Como já colocado, a recessão de 1998 não gerava, inicialmente, prognósticos de transformar-se em uma crise de grandes proporções. Na medida em que a restrição de liquidez se agravou e a recessão tornou-se mais acentuada, o governo adotou uma série de medidas na tentativa de evitar o rompimento da conversibilidade e uma crise de grande magnitude como a de 2001-2002. As ações do governo foram de caráter emergencial, na tentativa de prover soluções para a economia sem que o regime cambial fosse rompido, portanto além de não planejadas, apresentaram elementos controversos no aspecto macroeconômico.

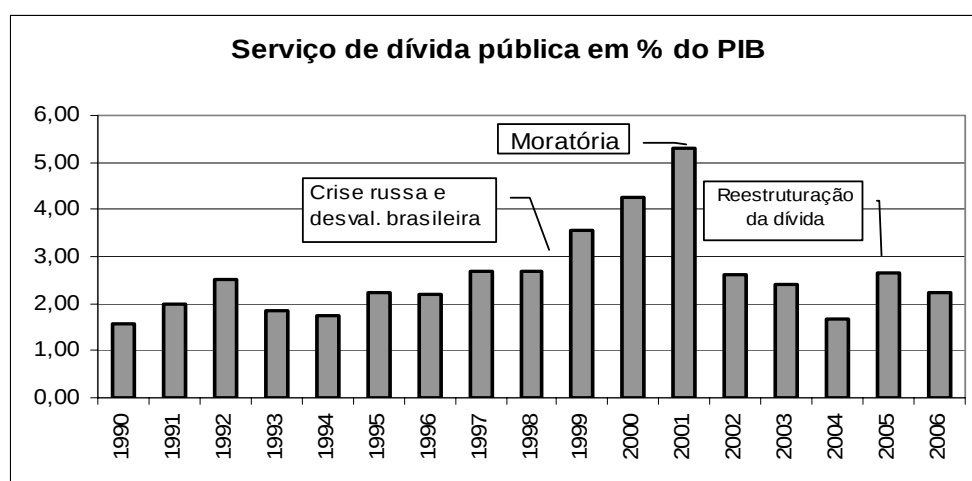
No âmbito financeiro, o contexto de forte iliquidez interna acarretou grandes conseqüências para a economia. A corrida para sacar depósitos, juntamente ao engessamento do Banco Central e à fuga de capitais, instauraria uma quebra generalizada do sistema bancário e romperia com o regime cambial. Para amenizar esta situação e evitar uma falência bancária generalizada ou a violação da regra de conversibilidade, o governo instaurou em dezembro de 2001 o chamado “*corralito*”. Essa medida constitui-se em uma limitação sobre a quantidade de saques com o objetivo de conter a demanda por divisas, preservar o estoque de reservas e evitar o abandono formal da conversibilidade, ou seja, a desvalorização. O “*corralito*”, ao mesmo tempo em que permitiu certo alívio ao setor bancário ao fazer com que a quebra fosse apenas virtual, deteriorou a credibilidade da conversibilidade, tornou a moratória inevitável e, por fim, colocou um fim a este regime (FRENKEL; RAPETTI, 2005:7).

Diante da contração da liquidez como fonte de pressão, como solução urgente e imediata, o governo federal e as províncias apelaram para a emissão de títulos, chamados de quase-moedas ou moedas provinciais. Esta operação já havia sido adotada por algumas províncias na década de 1980 frente a uma restrição de divisas por parte da nação. Entretanto, mediante a forte contração da liquidez em 2001 esses títulos (ou quase moedas) passaram a ser emitidos em larga escala no país, chegando a atingir um valor de 2% do PIB. A Argentina passou a ser conhecida como um país de 15 moedas, o

que caracterizou uma quebra do padrão monetário no período (SCHVARZER; FINKELSTEIN, 2003).

Ao invés de o setor privado gerar divisas e cobrir o hiato externo, a dinâmica do regime de conversibilidade exigia o endividamento público para a manutenção da paridade do câmbio. A economia ingressou em um esquema “*Ponzi*” em que o déficit externo era financiado por déficit público, que se acumulava com o aumento da taxa de juros para atrair capital e honrar os serviços da dívida (SCHVARZER; FINKELSTEIN, 2004). A dinâmica do financiamento tornou a moratória inevitável e levou ao rompimento de vários outros contratos. Com a interrupção do pagamento de serviços da dívida externa, deteriorou-se ainda mais a confiança dos mercados internacionais em relação às aplicações na Argentina. O rompimento da paridade cambial gerou uma situação de insolvência tanto no setor público quanto no setor privado, fortemente endividado em moeda estrangeira (DAMILL et ali, 2005: 18).

Gráfico 3



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Ministério da Economia.

Ao mesmo tempo em que a moratória causou o rompimento de uma série de outros contratos e deteriorou a liquidez e a credibilidade da moeda doméstica, ela também propiciou um grande alívio ao governo frente à pesada carga de serviços da dívida (gráfico 3). Com isso o governo recuperou certo grau de liberdade para conduzir a política econômica, o que possibilitou a normalização progressiva dos mercados financeiros e a recomposição da moeda fiduciária, ao lado da introdução de políticas sociais e o apoio ao setor produtivo. Esses fatores foram fundamentais para o retorno ao crescimento da economia (RAPETTI, 2005).

4. Políticas econômicas pós-conversibilidade

4.1 Estabilização monetária e financeira

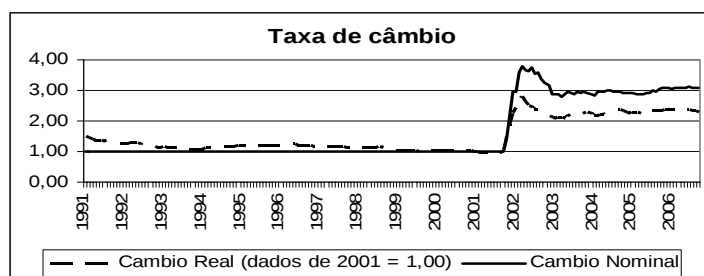
Com o fim da conversibilidade, percebe-se que as medidas do governo seguiram com um caráter emergencial. A estratégia econômica não priorizava a retomada do crescimento, e sim evitar novos conflitos sociais de caráter mais violento, conter pressões inflacionárias em razão da desvalorização e impedir uma quebra definitiva do sistema financeiro (CHUDNOVSKY et alii 2003: 80). Em janeiro de 2002 o governo iniciou uma série de ações na tentativa de reanimar e de voltar a controlar o sistema financeiro, em especial a oferta de moeda. O “corralito” foi mantido e o sistema de conversibilidade foi substituído por um câmbio dual, com controle de capitais. Uma taxa de câmbio era fixa, estipulada em 1.40 pesos por dólar para algumas operações financeiras, enquanto a outra, para as demais operações cambiais, era flutuante. A idéia por trás dessas medidas do governo era conduzir o mercado de câmbio à normalidade e a absorver o impacto da variação dos preços relativos em razão da desvalorização. A partir de então, o governo flexibilizaria e unificaria o câmbio. Entretanto, por pressão do FMI, o câmbio foi unificado e liberado para a flutuação antes do planejado. Pouco tempo depois houve uma bolha especulativa em relação à paridade cambial, e a moeda depreciou-se chegando a uma taxa de quase quatro pesos por dólar, com tendência à alta (FRENKEL; RAPETTI, 2007: 9).

Como consequência, houve um aumento dos preços internos em 21% e uma redução no salário real, que resultou em um agravamento da recessão. O governo passou a intervir na economia e assumiu parte da dívida externa para administrar os prejuízos causados pela desvalorização, reduzir a transferência de renda dos devedores para credores e evitar o colapso em razão de contratos em moeda estrangeira. Assim, foram “*pesificadas*” as dívidas das firmas na paridade um peso/um dólar, enquanto depósitos bancários em dólares foram convertidos na base de 1,40 pesos por dólar, mais a indexação ao IPC. Estabeleceu-se ainda o chamado “*corralón*”, que constituiu em uma extensão de prazo de maturação de depósitos, inclusive em pesos, com o objetivo de evitar o agravamento das condições de solvência. (RAPETTI, 2005: 6).

Percebe-se que a atuação das autoridades monetárias foi seletiva e priorizou medidas para o manejo da crise instaurada. Deste modo, decretada a moratória parcial em

dezembro de 2001, as perdas foram distribuídas favorecendo o sistema bancário nacional em relação aos bancos estrangeiros. A pesificação dos depósitos em dólares reduziu os compromissos nesta moeda e evitou uma quebra bancária generalizada, mas a assimetria gerada pela pesificação de depósitos e créditos gerou prejuízos bancários que foram compensados pelo próprio governo. Os bancos que não estavam em condições de enfrentar a desvalorização foram socorridos pelo setor público. Todas essas ações foram fundamentais para evitar uma fuga contra o peso e, conseqüentemente, para a reversão da recessão. Porém, apesar de todos os esforços realizados pelo governo, o dólar parecia ser o único ativo em condições de representar uma reserva de valor confiável. Nesse contexto, a emissão das quase-moedas como um subproduto da conversibilidade foi fundamental para evitar um maior aprofundamento da depressão em um quadro de reduzida circulação monetária (SCHVARZER; FINKELSTEIN, 2003).

Gráfico 4



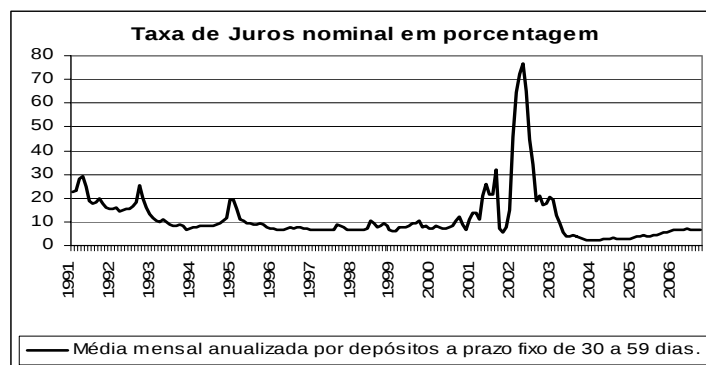
Fonte: Elaboração própria com base no INDEC.

Em junho de 2002, o governo acentuou a intervenção de modo sistemático no mercado cambial e instituiu a obrigatoriedade de liquidação de receitas de exportação superiores a US\$ 1 milhão¹¹ no Banco Central. Com o objetivo de proporcionar uma maior eficácia no controle sobre os saques, o poder executivo decretou em julho a proibição de retirada de depósitos em moeda estrangeira por um prazo inferior a 120 dias. O mercado financeiro também contribuiu para o controle do câmbio, com a manutenção de taxas de juros extremamente altas. O aumento de preços ajudou na apreciação real e os ativos financeiros locais passaram a ser mais atraentes que o dólar. A taxa de câmbio apresentava-se em níveis tão elevados (gráfico 4), que a interrupção de sua subida foi suficiente para que ocorressem expectativas de apreciação (RAPETTI, 2005: 16).

¹¹ O limite inferior chegou a ser US\$ 200 mil em setembro e passou a elevar-se gradativamente à medida que o mercado de câmbio se normalizava.

Como resultado dessas ações, a partir de julho de 2002, mediante um câmbio real mais apreciado e o aumento da taxa de juros, dá-se início a uma recuperação da demanda por ativos locais, ações, Lebac (Letras do Banco Central) e pesos. Os depósitos em bancos também passaram por uma inflexão e os bancos começaram a recompor sua liquidez, o que resultou em tendência a queda da taxa de juros (Gráfico 5).

Gráfico 5



Fonte: Elaboração própria com base no INDEC.

O crédito bancário se reduziu por decisão dos próprios bancos, que buscaram recompor sua liquidez e aplicar em Lebacs, que eram mais rentáveis que os empréstimos ao setor privado (Schvarzer e Finkelstein, 2005), mas houve também importante redução da demanda por crédito, e não apenas porque a economia ainda estava muito fragilizada. Os agentes privados que possuíam um montante considerável em dólares sentiram um forte efeito riqueza com a mudança de preços relativos causada pela desvalorização. Assim, a ausência de oferta pelos bancos somada à fragilidade econômica e redução na demanda dos agentes que possuíam dólares fizeram com que o crédito se contraísse até os últimos meses de 2003.

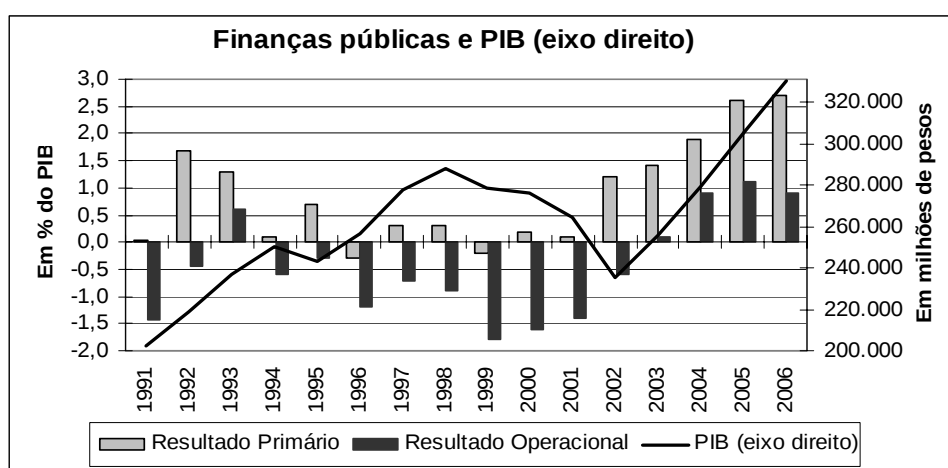
Sem financiamento bancário, os saldos líquidos em carteira do setor privado desempenharam um papel importante, e a base monetária começou a expandir-se atingindo níveis elevados. Isso se deu não apenas porque a taxa de juros já estava muito baixa, mas também como uma consequência da própria crise, uma vez que o sistema bancário se apresentava fortemente debilitado.

4.2 A Reestruturação da dívida

Após a desvalorização e a moratória, houve um ajuste das contas públicas que é explicado em pela melhora do resultado fiscal das províncias em razão do aumento da

arrecadação com a retomada da atividade e redução dos gastos e pela interrupção do pagamento de juros e pelo superávit primário, via melhora da arrecadação proporcionada pela reativação econômica e superávit comercial (gráfico 6). Outro fator importante tem sido a tributação sobre as exportações e operações financeiras, que gera receitas de magnitudes muito significativas que são explicadas, em grande medida, pela captura por parte do governo do efeito rentabilidade de bens comercializáveis e altos preços de bens de exportação.

Gráfico 6



Fonte: elaboração própria com base nos dados do Ministério da Economia

Durante o primeiro trimestre de 2002, após ter sido decretada a moratória parcial em dezembro de 2001, a dívida pública sofreu um aumento nominal causado por variáveis financeiras, e não por fatores fiscais. Em um trabalho sobre dívida, Schvarzer e Finkelstein (2004) nos mostram que a variação de sua composição entre 31 de dezembro de 2001 e 30 de setembro de 2003 se deu por: i) diferença cambial, em razão da depreciação do dólar frente às outras moedas em que a Argentina possuía dívida, como euro, iene, libra e franco suíço; ii) atraso do pagamento de juros, que foram suspensos durante a moratória; iii) nacionalização de dívida provincial¹²; iv) colocação de novos títulos (Boden) e, por fim; v) redução de dívida por pagamento e pesificação, que reduziu o montante de compromissos em dólares.

A reestruturação da dívida teria que avaliar de forma realista o potencial de crescimento do PIB, superávit primário e taxa de câmbio real. Assim, estabeleceu-se um instrumento financeiro vinculado à evolução do crescimento econômico que atrela pagamentos

¹² Absorção das moedas provinciais ou quase moedas.

maiores apenas no caso do país dispor efetivamente de recursos suficiente para se fazer frente. De acordo com um trabalho de Schvarzer, Orazi e Tavoian (2006), a estratégia oficial de renegociação da dívida colocou-a parcialmente indexada ao PIB, pois a partir de então passou-se a pagar um adicional de juros no caso de uma tendência de crescimento real anual superior a 3% durante os próximos 30 anos. Esse crescimento real tem como ano base 2004 e, no caso de outra queda na produção, a recuperação não será considerada, o que faz com que se leve em consideração apenas o crescimento legítimo. Feita a reestruturação, os autores verificaram que o principal fator de sustentabilidade da dívida tem sido o superávit fiscal, que deve ser igual ou superior a 3% do PIB. O nível da taxa de juros internacional também exerce grande influência, uma vez que define o custo de refinanciamento da parcela dos compromissos que ultrapassarem 3% do PIB. A indexação da dívida ao crescimento do PIB fez com que esta se eleve consideravelmente, porém sua importância relativa não é tão significativa se acompanhada pelo aumento da arrecadação.

Os dados do Ministério da Economia permitem comparar os níveis de 2001 com o primeiro trimestre de 2005 (pós-reestruturação): os pagamentos de juros passaram de 22% para 10% dos recursos tributários e de 70% para 15% das reservas internacionais. O estoque de dívida em relação às exportações caiu de 540% para 360% e a composição da dívida em pesos aumentou de 3% para 37% do total. O estoque de dívida externa líquida do setor público reduziu-se de US\$ 120 bilhões para US\$ 86,6 bilhões.

4.3 Política monetária e cambial

A partir da segunda metade de 2002, o governo adotou a estratégia chamada por alguns de modelo do dólar alto (SCHORR; WAINER, 2005), pelo fato de buscar manter o câmbio real em níveis competitivos. Embora o nível do câmbio real desejado não fosse anunciado explicitamente, buscava-se observar uma banda de flutuação entre 2,20 e 2,40 pesos por dólar, fator este que até hoje desempenha um papel central em sua política econômica. Assim, busca-se estimular as exportações, produção de bens transacionáveis e reduzir a dependência de financiamento externo.

Paralelamente à implementação ao modelo do dólar alto, adotou-se uma âncora monetária como parte do controle inflacionário. O Banco Central anuncia no início de cada ano qual será a meta para o nível da base monetária, dirigindo as expectativas dos

agentes a certo nível de inflação. Faz-se importante ressaltar que a estratégia de controle do nível de preços não se limita ao plano de cunho monetarista de metas para agregados monetários, pois o governo atua constantemente pelo lado da oferta através de subsídios a insumos industriais e transporte, acordos com redes de supermercados dentre outras medidas não ortodoxas.

Embora oficialmente a política monetária do Banco Central esteja voltada apenas para o controle da inflação, percebe-se claramente que na prática esta instituição também zela pelo nível de câmbio real. De acordo com o Ministério da Economia, o governo adotou uma estratégia de acumulação de reservas internacionais, para reduzir o nível de exposição do país aos riscos dos mercados financeiros internacionais e evitar a valorização do peso ao reduzir a quantidade de dólares em circulação. Para isso, obrigou por lei a liquidação de receitas de exportação no Banco Central, controlando assim o hiato externo. Porém, ao liquidar tais receitas, a expansão dos meios de pagamento gera pressões inflacionárias. Deste modo, o governo recorre à esterilização da base monetária, e controla o nível de moeda em circulação.

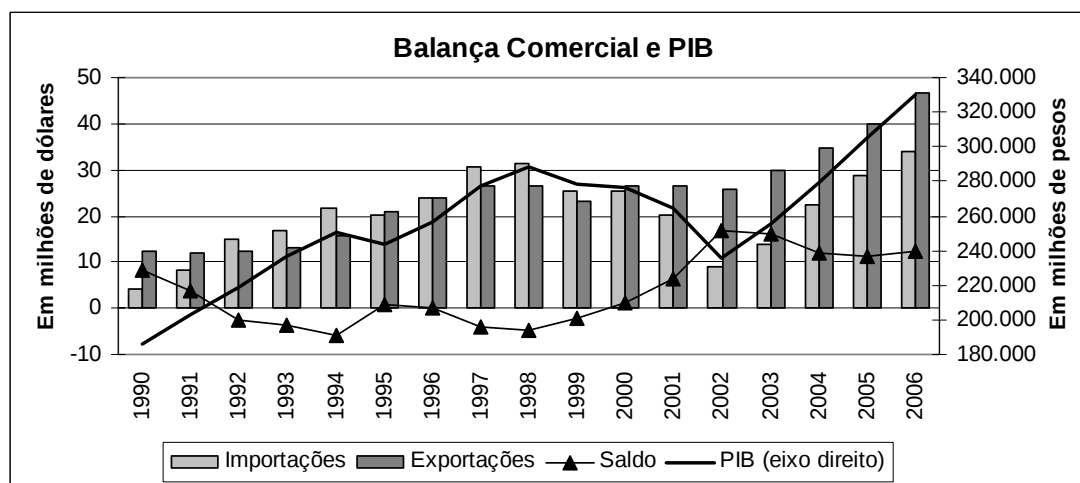
O modelo de dólar alto favorece o desempenho do setor exportador e a produção local das atividades mais dinâmicas. A acumulação de reservas por parte do Banco Central é favorecida pelos superávits em conta corrente e protege a economia: i) de riscos gerados pela alta volatilidade dos mercados financeiros; ii) da probabilidade não nula de ajustes bruscos na economia internacional; iii) da ausência de emprestador de última instância e, por fim; iv) da importância de contar com ativos externos suficientes mediante a incerteza do acesso ao financiamento (RAPETTI, 2005: 31).

5. O setor externo durante a recuperação

Embora não se possa afirmar que havia uma crise internacional instaurada, tanto o crescimento da economia mundial como as taxas de juros internacionais apresentaram níveis pouco favoráveis a um cenário de recuperação para a Argentina. As economias

centrais¹³ e o Brasil, principal sócio comercial, apresentaram crescimento pequeno em 2002 (ano de início da recuperação) se comparado com o desempenho de 2004¹⁴.

Gráfico 7



Fonte: elaboração própria com base nos dados do Ministério da Economia

O gráfico 7 nos mostra que a balança comercial iniciou um ajuste em 1998, com a queda das importações em razão do início da recessão. A desvalorização cambial de 2002 permitiu que os produtos argentinos ganhassem certa competitividade internacional e propiciou um grande salto no saldo comercial, impulsionado pela recessão e pelo encarecimento dos produtos importados. O estancamento da economia brasileira em 2003 inibiu o desempenho das exportações de manufaturas de origem industrial – MOI e, com a recuperação em curso, as importações começaram a crescer. O ano de 2004, sobretudo no segundo semestre, caracterizou um crescimento significativo das exportações (inclusive das de origem industrial) como reflexo do crescimento da economia mundial.

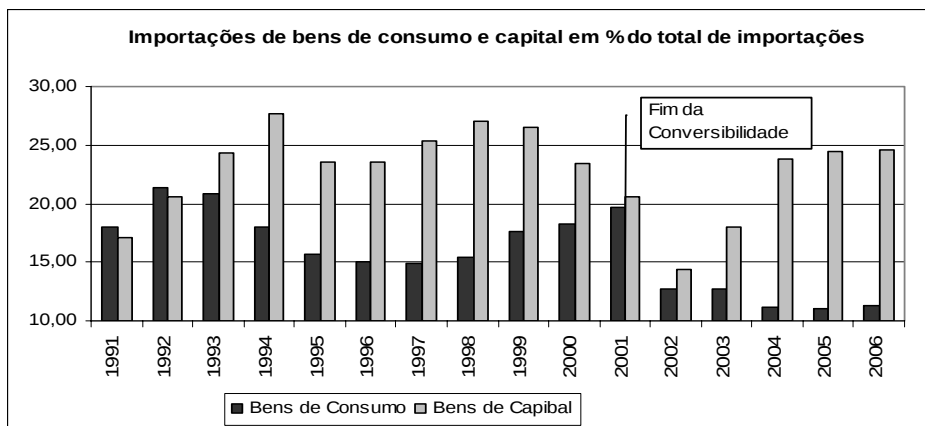
A partir deste período, as exportações passam a ocupar uma posição mais importante na composição do PIB. Entre 2003 e 2005, a recuperação econômica colocou em curso um crescimento das importações não acompanhado pelas exportações e refletiu em uma contínua diminuição do saldo comercial que, todavia sempre esteve positivo desde 2000. No ano de 2006 o superávit comercial volta a crescer puxado pelo bom desempenho do setor exportador e houve uma redução do déficit comercial com o

¹³ Considera-se neste grupo EUA, Reino Unido, Canadá, Japão e a Zona do Euro.

¹⁴ Segundo o IPEA, a economia brasileira cresceu 2,7% e 1,1% nos anos de 2002 e 2003 respectivamente, em comparação com os 5,7% de 2004. As economias avançadas cresceram 1,56% e 1,84% em 2002 e 2003, frente aos 2,9% de 2004 (dados do Ministério da Economia Argentino).

Brasil, que é explicado pela apreciação do real em relação ao peso. Cabe chamar a atenção para a redução da participação dos bens de consumo no total das importações desde 2002, com o fim da conversibilidade (gráfico 8).

Gráfico 8



Fonte: Elaboração própria com base no Ministério da Economia.

Durante o ano de 2002 ocorreu uma importante mudança no que diz respeito aos fluxos de capitais e a formação de reservas. A redução do pagamento de juros com o decreto da moratória representou um alívio expressivo no balanço de pagamentos, porém a conta financeira registrou fortes saídas de capitais no primeiro semestre, impulsionadas pela desvalorização. Após o controle do *overshooting* cambial e a estabilização na taxa de juros, a saída de divisas foi se reduzindo até se converter em entradas em 2004. A variação de reservas foi negativa no primeiro semestre de 2002, e positiva durante o segundo e, desde 2003 as reservas vêm se acumulando (Anexo II).

O desempenho da conta de capitais pode ser explicado pelo comportamento do setor privado não financeiro. As oportunidades de investimento proporcionadas pelo crescimento acelerado atraíram o investimento externo direto – IED e o setor privado nacional, que foi favorecido pelo efeito riqueza que a desvalorização causou nos ativos externos de residentes. Merece destaque o fato dos níveis de IED se mostrarem elevados em períodos de ausência de ondas de privatizações, situação que caracteriza um quadro distinto da década de 1990.

Entre 2002 e o primeiro semestre de 2005 os atrasos de pagamento de juros, caracterizados como financiamento não voluntário, e os pagamentos a organismos internacionais eram os principais determinantes do saldo positivo do setor público não

financeiro e Banco Central na conta de capitais. A renegociação da dívida em 2005 retirou a relevância dos determinantes destas cifras, enquanto as colocações de títulos públicos a não residentes, sobretudo Venezuela e BIS, voltam a adquirir importância a partir do segundo semestre desse ano (Anexo II).

Em 2006 a conta de capitais voltou a fechar o ano com um déficit, US\$ 5.629 bilhões, explicado pelo pagamento de dívida com o FMI em janeiro. Nesse período a dívida externa apresentou duas tendências opostas, com redução da dívida do governo e aumento do endividamento privado, com o acesso mais fácil aos mercados financeiros. O superávit em conta corrente e o IED foram as principais fontes da acumulação de reservas e do pagamento de dívida líquida. O superávit do setor privado financia os pagamentos de dívida externa do setor público e a acumulação de reservas, situação contrária à registrada durante a conversibilidade, na qual o setor público se endividava para sustentar a saída de capital do setor privado e a acumulação de reservas.

6 A recuperação econômica pós-conversibilidade e os principais desafios

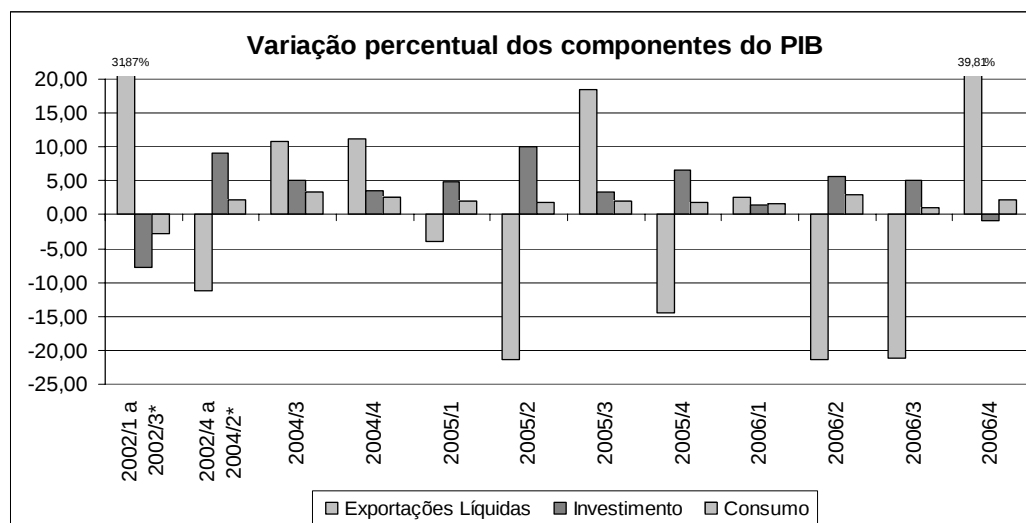
Após o decreto da moratória em 2001 e o fim da conversibilidade em 2002, acentuou-se a queda no emprego e o FMI previa uma hiperinflação devido à desvalorização. Entretanto, três meses depois da desvalorização, a economia apresentou uma inflexão em sua trajetória macroeconômica, com início de uma fase de recuperação, que pode ser dividida em três períodos distintos.

6.1 O estímulo do setor externo: segundo e terceiro trimestres de 2002

Na primeira fase da recuperação, o PIB começa a crescer, porém de maneira muito fragilizada, apoiado no setor externo, estimulado pela depreciação cambial. Durante esta fase, a redução do emprego, salário real e liquidez juntamente ao controle de capitais aumentavam a incerteza e limitavam o consumo e o investimento, que continuavam a reduzir, porém a taxas decrescentes (FRENKEL e RAPETTI, 2007: 10). O principal motor do crescimento nesse período foi o setor externo (gráfico 9) que, através da desvalorização, aumentou a competitividade do setor exportador, mudou os preços relativos a favor da produção doméstica e deu um impulso para o setor produtivo de bens de consumo. Este último iniciou um novo processo de substituição de importações,

com um forte incentivo para a re-industrialização¹⁵ que alimentou a demanda doméstica (DAMILL et ali, 2005: 21).

Gráfico 9



Fonte: elaboração própria com base nos dados do Ministério da Economia

Ainda havia instabilidade financeira e política, como conseqüências da desvalorização e dos problemas com o sistema financeiro e bancário. Deste modo, a fuga de capitais, a retirada de depósitos bancários, a diminuição de reservas e instabilidade cambial ainda ocorriam, tornando “(...) *specially notable that the recuperation took place while financial variables were following a divergent path.*” (FRENKEL e RAPETTI, 2007: 12).

6.2 A absorção interna: do quarto trimestre de 2002 ao segundo de 2004

A partir do quarto trimestre de 2002, o crescimento se deu pelo aumento de componentes de demanda interna (gráfico 9). Isso foi possível em razão da retomada do controle das variáveis financeiras iniciadas em meados de 2002, que proporcionou vantagens ao setor privado. Cabe destacar que a produção começou a aumentar paralelamente a uma redução no superávit da balança comercial, em razão de um aumento das importações e de uma redução das exportações (DAMILL et ali, 2005: 30).

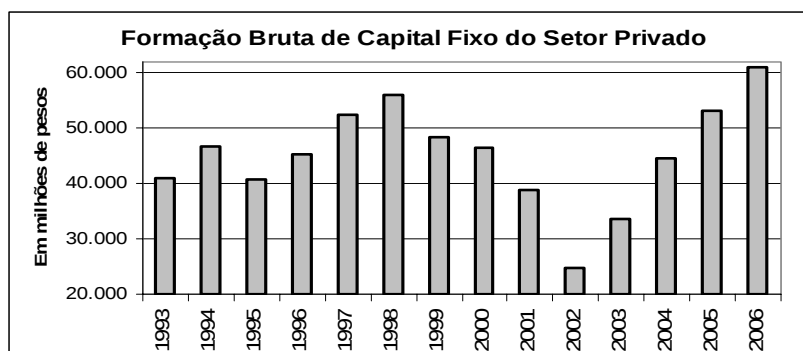
A desvalorização também gerou um efeito riqueza para os agentes que possuíam dólares entesourados ou sob forma de ativos no exterior. No auge da crise, o impacto da

¹⁵ Re-industrialização porque na década de 1990 a indústria nacional reduziu-se bastante em razão da conversibilidade que desestimulava a produção nacional em prol da importação de bens de consumo.

redução da massa salarial no consumo foi amortecido pelo elevado coeficiente de ativos externos pertencentes a residentes que sentiram esse efeito riqueza. Podemos concluir que a rentabilidade do investimento aumentou, pelo efeito-riqueza e pelas ações do governo em propiciar vários subsídios e outras medidas em favor da atividade produtiva. Esse fenômeno contribuiu para que o investimento crescesse 42,7% ao ano ao longo da recuperação e contribuísse com 57% do crescimento do PIB neste período (FRENKEL; RAPETTI, 2007: 12).

O gráfico 10 apresenta a trajetória do investimento e evidencia sua recuperação com a desvalorização cambial. A diferença marcante entre anos 1990 e o período pós-conversibilidade está na atual liderança do setor de bens, que gera receitas de exportações, ao contrário dos serviços (anos 1990) que apenas remetiam lucros ao exterior. A combinação do aumento do emprego e do programa de subsídio ao desemprego somada à determinação do governo de aumento salarial juntamente à redução na inflação permitiu que o consumo privado representasse aproximadamente 69% do crescimento do PIB. A desvalorização cambial também desempenhou um forte papel no crescimento do emprego pelo fato de ocorrer um barateamento da mão de obra em relação ao maquinário, para um dado nível de produção (RAPETTI, 2005: 8).

Gráfico 10



Fonte: Elaboração própria com base no INDEC

6.3 O mercado interno e as exportações: a partir da segunda metade de 2004

A partir da segunda metade de 2004 caracteriza-se a terceira fase da recuperação, na qual o ciclo continua em expansão sem que tenha experimentado uma tendência à recessão até 2006. Nesse período, o crescimento é explicado não apenas pelos componentes internos da demanda, mas também pelas contribuições do setor externo. O gráfico 9 mostra um comportamento oscilante do saldo comercial nesse período, mas

deve-se destacar que o desempenho das exportações se mostra sempre crescente (gráfico 7). Deste modo, as variações no saldo da balança comercial entre os períodos são determinadas pela variação nas importações.

De acordo com Rapetti (2005: 24), a grande diferença entre o atual crescimento e os ciclos anteriores está na estrutura das contas públicas. As experiências prévias ocorriam com déficit, mas desta vez o ajuste nas contas do governo possibilitou a situação de "superávits gêmeos" que é um ponto chave para a sustentabilidade deste modelo. Isso nos leva a crer que apesar dos possíveis pontos de estrangulamento, como a solvência futura da dívida, a coordenação da política monetária e cambial e outros desafios como a manutenção das taxas de investimento frente a um risco de crise energética, as fontes de instabilidade macroeconômica do balanço de pagamentos que historicamente limitaram o crescimento argentino não são encontradas na economia no período recente.

6.4 Obstáculos à manutenção do crescimento

Mesmo com o surpreendente desempenho da economia impulsionado pela reconfiguração do padrão de crescimento pós-conversibilidade, a Argentina enfrenta uma série de desafios que podem se tornar possíveis pontos de estrangulamento ao desenvolvimento econômico. Nesse trabalho, busca-se discutir a dinâmica da recuperação e identificar os principais desafios que emergiram neste período, no sentido de abrir uma agenda de discussão que coloca em pauta as principais limitações da economia.

Um tema que chama a atenção tanto na mídia quanto no meio acadêmico é a inflação, especialmente a partir de 2006. Segundo o Indec, a Argentina tem inflação anual de 8,7%, patamar consideravelmente elevado para os padrões internacionais e mesmo diante de economias latino-americanas. Essa configuração reforça o questionamento se realmente existe uma maneira de controlar preços em uma economia latino-americana fora de um receituário de metas de inflação ou banco central independente.

Para o governo, o problema relacionado ao controle de preços está atrelado ao conflito distributivo na Argentina. O Ministério da Economia afirma que o estado desempenha *“...un rol activo en la mediación del conflicto distributivo a fin de acotar su efecto sobre la formación de expectativas inflacionarias”* (MECON, 2007: 14). O governo

atua fortemente no âmbito dos custos, mas os críticos afirmam que com o crescimento da demanda superior à capacidade de oferta, acionou-se uma bomba ao adotar uma postura ativa no controle direto de preços na economia.

A política tributária é outro aspecto do problema distributivo que gera pressões sobre o governo. A inflação amplia a proporção dos contribuintes via recomposição dos salários nominais sem aumento equivalente nas faixas de isenção, o que cria uma camada de novos contribuintes. Segundo Cunha (et ali, 2007: 16), existem pessoas de rendimentos que não ultrapassam três cestas básicas que devem pagar imposto de renda, o que caracteriza uma estrutura tributária direta de caráter regressivo.

Outro fator que chama atenção para a sustentabilidade do crescimento da Argentina seria a importância do setor externo para desempenho econômico sob um modelo de câmbio real competitivo. O atual modelo econômico da Argentina baseia-se na substituição de importações, que torna a economia dependente do desempenho exportador. A pauta de exportações requer a instrumentação de políticas ativas de modo a diversificar o perfil exportador a fim de aumentar o valor agregado e, conseqüentemente o efeito multiplicador das exportações além de diversificar o risco associado à concentração excessiva em um número reduzido de *commodities*. A diversificação das exportações para uma fronteira além de *commodities* demanda um esforço de planejamento, cujo grau de aceitação do nível de exigência sobre a sociedade não se faz claro (CUNHA et ali, 2007: 17). Um cenário externo desfavorável anterior à consolidação do novo modelo de crescimento com a consolidação do crescimento e solvência do governo pode abalar fortemente o desempenho econômico.

7. Considerações finais

Procurou-se mostrar que a Argentina, ao romper com o modelo econômico de crescimento via poupança externa, mesmo que não intencionalmente, conseguiu o fôlego necessário para revitalizar a atividade produtiva. Um país em crise por causa de risco de moratória tem como custoso o seu adiamento, e não a moratória em si.

Tratamos aqui da recuperação composta por três momentos, e com causas diferentes em cada um deles. Primeiramente um crescimento fraco, estimulado pela desvalorização e pelo alívio do orçamento público com a interrupção do pagamento de juros após a

moratória. Todavia, o cenário internacional favorável não foi o único responsável pela recuperação, uma vez que, em um segundo momento, a recuperação prossegue apoiada em componentes da demanda interna. O retorno à relativa estabilidade financeira também proporcionou vantagens ao setor privado em razão da mudança nos preços relativos, que impulsionou uma substituição de importações.

A rápida recuperação argentina e o surpreendente desempenho dos últimos tempos são explicados pela ação do governo que juntamente com o Banco Central, têm agido de forma pragmática de modo a direcionar a economia do país. Cabe destacar aqui: i) o controle de capitais e obrigação dos exportadores de liquidarem grande parte dos dólares arrecadados no mercado local; ii) a tributação nas exportações, que beneficia a arrecadação do governo com a desvalorização, melhora o equilíbrio fiscal e atenua o impacto da desvalorização nos preços e salário real; iii) a política monetária flexível, que ajudou os bancos e também recuperou a demanda por pesos e; iv) o atual controle cambial, que evita a entrada excessiva de capitais internacionais gerando uma tendência a uma apreciação da moeda nacional.

A reestruturação da dívida foi um processo longo e complexo que demandou mais de setenta reuniões com os organismos internacionais e instituições credoras. Poderia ter sido adotada uma solução mais rápida e simples que priorizasse a aceitação da proposta por parte dos mercados, como ocorrido durante os eventos na década de 1990. Um enfoque deste tipo teria alcançado um acordo mais ágil e fácil para as autoridades, entretanto seria pouco responsável do ponto de vista intertemporal, por não considerar a capacidade de pagamento do país. O alívio financeiro de curtíssimo prazo seria uma saída efêmera à situação de moratória, pois sem alterar o valor presente dos compromissos, a dinâmica conduziria a processos ulteriores de reestruturações e crises, com efeitos negativos para a população, os credores e a credibilidade do país.

Da segunda metade de 2005 em diante, quando o PIB recupera os níveis pré-crise, verifica-se que o crescimento é legítimo, e não apenas uma recuperação da capacidade produtiva previamente existente. Isso é explicado não apenas pelos números alcançados pelo PIB, mas também em razão do crescimento do investimento produtivo que já superou os níveis pré-crise.

Não queremos passar a idéia de que a Argentina está completamente recuperada e isenta de quaisquer choques adversos ou problemas de sustentabilidade. Mostramos que os principais desafios são o controle da inflação, o conflito distributivo, a composição da produção e das exportações e a dependência do setor externo.

O rompimento do modelo de conversibilidade provocou forte transferência de perdas e ganhos. De fato, o governo agiu ativamente e priorizou o setor produtivo e industrial em relação ao sistema financeiro. Apesar do forte empobrecimento gerado pela crise, não podemos desconsiderar o sucesso do crescimento e a recomposição do nível de vida da população, mesmo que incompleta. Salientamos também que, embora a distribuição de renda não seja a primeira preocupação do governo, não se deve esquecer que esta costuma ocorrer em contextos de crescimento econômico. Deste modo, chama a atenção a trajetória incomum de uma economia que se recuperou de uma crise de tamanhas proporções e hoje apresenta um crescimento médio de 8,5% ao ano, superávits fiscais, elevado nível de reservas internacionais e superávit no balanço de pagamentos.

8. Referências Bibliográficas

CHUDNOVSKY, D; LÓPEZ, A; PUPATO, G; *Las Recientes Crisis Sistémicas en Países Emergentes: Las Peculiaridades del Caso Argentino*. In: BRUNO, C; CHUDNOVSKY, D; **Por qué Sucedió? Las causas económicas de la reciente crisis argentina**. Siglo XXI de Argentina Editores, 1ª Ed, Buenos Aires, 2003.

CUNHA, A; FERRARI, A; CALDEIRA, M; Argentina e o novo desenvolvimentismo. XXXV Encontro Nacional de Economia. ANPEC, Pernambuco PE, Dezembro, 2007.

DAMILL, M; FRENKEL, R. RAPETTI, M. *The Argentinean Debt: History, Default and Restructuring*. CEDES, Buenos Aires, Abril 2005.

FRENKEL, R; RAPETTI, M. *Argentina's Monetary and Exchange Rate Policies After the Convertibility Regime Collapse*. CEPR, Washington, D.C., March 2007.

GALIANI, S; HEYMANN, D; TOMASSI, M. Expectativas frustradas: el ciclo de la convertibilidad. Serie estudios y perspectivas. Oficina de la CEPAL, Santiago de Chile, junio de 2003.

INDEC. www.indec.gov.ar.
Acesso em 25/02/07: 15:37h.

Ministerio de La Economía. INFORME ECONÓMICO TRIMESTRAL (vários anos).

Ministerio de La Economía. *Lineamentos Estratégicos para el Desarrollo Productivo de la Argentina*. Mayo 2007.

Ministerio de La Economía. Datos Deuda Post Reestructuración. 10 Junio 2005. Disponible en: www.mecon.gov.ar/finanzas/download/deuda_publica_100605.pdf. Acceso: 26/04/2007, 12:11h.

Página/12. Según empleados del INDEC la inflación rondaría entre el 22,3% y el 26,2%. Buenos Aires, 29/01/2008. Disponible en: <http://www.pagina12.com.ar/diario/ultimas/20-98170-2008-01-29.html>. Acceso en 26/03/2008.

QUIROGA, A. Inflación: para los técnicos en conflicto, superó el 20%. **Clarín**, Buenos Aires, 30/01/2008. Disponible en: <http://www.clarin.com/diario/2008/01/30/elpais/p-01001.htm>. Acceso en 26/03/2008.

RAPETTI, M. *La Macroeconomía Argentina Durante la Post-convertibilidad: Evolución, Debates y Perspectivas*. Economic Working Group. Policy Paper #5. Observatorio Argentina. Buenos Aires. Octubre 2005.

SCHORR, M.; WAINER, A. *Argentina: Muerte y resurrección?* Revista Realidad Económica. N° 211. Buenos Aires. Abril-Mayo 2005.

SCHVARZER, J; FINKELSTEIN, H. *Renegociación de la deuda: un panorama confuso de montos, quitas, pagos y sustentabilidad futura*. Notas de Coyuntura n°16. CESPAS – Buenos Aires. Agosto 2004.

SCHVARZER, J; FINKELSTEIN, H. *La Debacle de la Deuda Pública Argentina y el Fin de la Convertibilidad*. Documentos de trabajo n°6. CESPAS – Buenos Aires. Febrero 2004.

SCHVARZER, J; FINKELSTEIN, H. *Bonos, cuasi monedas y política económica*. Notas de Coyuntura n°9. CESPAS – Buenos Aires. Enero 2003.

SCHVARZER, J; FINKELSTEIN, H. *El Sistema Financiero Local: En Busca de un Nuevo Modelo Luego del Fracaso de la Convertibilidad*. Notas de Coyuntura n°20. CESPAS – Buenos Aires. Marzo 2005.

SCHVARZER, J; ORAZI, P. *Balance de la Actividad Productiva y de los Ingresos en 2005. Un Crecimiento que se Consolida Pese a las Dificultades de la Deuda Externa*. Notas de Coyuntura n°21. CESPAS – Buenos Aires. Marzo 2006.

SCHVARZER, J; ORAZI, P; TAVOSNANSKA, A. *Estimaciones sobre el flujo de pagos futuros de la deuda. Un escenario de vencimientos que sigue presentando dificultades*. Notas de Coyuntura n°22. CESPAS – Buenos Aires. Mayo 2006.

VELASCO, A; *Exchange-rate Policies for Developing Countries: What Have We Learned? What Do We Still Not Know?* G-24 Discussion Paper Series No. 5, June 2000.

Ruptura de contratos e intervenção discricionária do estado: debates sobre a crise argentina de 2001-2002 e a recuperação pós-conversibilidade

Resumo

O fim do regime de conversibilidade na grave crise de 2001-2002 foi marcado pela ruptura de contratos de grande relevância, em especial o câmbio fixo ultra-rígido e o acesso aos depósitos bancários. A rigidez do regime vigente até 2001 fez com que os contratos acabassem por ser rompidos pela efetiva impossibilidade de serem mantidos, e não porque houve uma intenção deliberada de fazê-lo por parte das autoridades. Da mesma forma, depois da eclosão da crise a intervenção estatal discricionária passou para o centro da política econômica por ter se tornado indispensável, diante do quadro caótico em que o país mergulhou. O artigo analisa o debate sobre a crise e recuperação econômica da Argentina nesse período com ênfase nestas duas questões, a disciplina dos contratos e a ação do Estado. As interpretações são agrupadas em duas visões divergentes. A primeira está ligada aos economistas do FMI e do *mainstream* econômico, defensores das teses de que o rompimento dos contratos e as ações do Estado estiveram na origem da crise e na inusitada gravidade que assumiu. A segunda, classificada como keynesiano-estruturalista, atribui à ruptura com a conversibilidade e às medidas governamentais os papéis decisivos para a rápida e vigorosa recuperação a partir de 2002.

Palavras chave: crise argentina de 2001-2002, disciplina em contratos, ação estatal, crise e recuperação.

Abstract

The end of the convertibility regime in the 2001-2002 crises was remarked by the rupture of the contracts of great importance, in special the hard peg exchange rate and the access to the deposits in the banking system. The rigidity of the regime prevailing up to 2001 has made contracts to be broken, by the effective impossibility to maintain them, and not because there was a deliberated intention from the authorities. In the same way, after the crisis outburst the discretionary state intervention has become the center of the economic policy by the fact that it has become essential, in face of the chaotic frame that the country has been drown. This paper analyses the debate about contracts discipline and state action. The interpretations are separated in two divergent points of view. The first one is connected to the IMF and the mainstream economists, who defend the thesis of the contracts rupture and state action in the origin of the crises and the relevance that it assumed. The second one, classified as keynesian-structuralist, attributes to the rupture with the convertibility and the govern measures as the decisive roles to the fast and vigorous recovery after 2002.

Key-words: argentine crises 2001-2002, contracts discipline, state action, crisis and recovery

1. Introdução

Entre os poucos consensos em economia está a tese de que o ambiente macroeconômico estável e seguro é ideal para o investimento e o crescimento econômico¹⁶. Contudo, há casos em que a ruptura de contratos pode gerar resultados positivos e em que a ação

¹⁶ Para maiores detalhes sobre este aspecto, sugerimos a leitura de North (1990; 1993 e 1994).

discrecionária do Estado pode desempenhar papel decisivo na condução da economia, especialmente em situações extremamente adversas.

O desempenho econômico de alta volatilidade apresentado pela Argentina nos anos 1990 fez com que várias interpretações emergissem no meio acadêmico. Encontramos opiniões que mudaram radicalmente ao longo desse período, como aquelas que consideravam a Argentina o exemplo de sucesso e passaram a enxergá-la como um contra-exemplo de políticas econômicas a serem seguidas (KYDLAND e ZARAZAGA, 2002: 36). Procuramos aqui analisar o debate entre as interpretações sobre a recente experiência argentina, com base nas conseqüências da ruptura dos contratos e na ação estatal em relação à gestação da crise e sua recuperação.

Estas interpretações podem ser divididas em dois grandes blocos. O primeiro deles reúne as análises de economistas ligados ao FMI e aponta a indisciplina em contratos e a ação estatal como principais causas da crise, bem como seus principais agravantes (MUSSA: 2002; REINHART et ali, 2003; WIJNHOLDS, 2003). O segundo bloco, com trabalhos de cunho keynesiano/estruturalista¹⁷, credita às rupturas com o antigo regime de política econômica e ao conjunto de medidas do governo, o papel decisivo para gerar o quadro de recuperação a partir de meados de 2002 (HEYMANN, 2006; GALIANI et ali 2003; DAMILL et ali 2005). Posteriormente, organizamos o debate entre as distintas interpretações e comparamos com os dados e indicadores macroeconômicos.

Da disciplina em contratos, tratamos de temas centrais (que serão explicados posteriormente) como o bloqueio dos depósitos bancários, o *corralito*, a moratória da dívida externa, a desvalorização cambial e a pesificação dos depósitos bancários. Quanto à ação estatal abordamos a condução da economia relacionada ao motor da recuperação e os limites do crescimento econômico e, por último, a capacidade do estado na coordenação simultânea de políticas monetária e cambial em uma economia integrada aos mercados de capitais internacionais.

¹⁷ Por estruturalista entendemos o enfoque histórico, com uma preocupação centrada no comportamento dos agentes sociais e na trajetória das instituições. Metodologicamente, possui maior proximidade com um movimento indutivo do que com os abstrato-dedutivos tradicionais. Este enfoque possui certa correspondência com as interpretações institucionalistas, pelo fato de conferir uma importância considerável à organização dos mercados e agentes em suas especificidades históricas, e pela insistência nas imperfeições de mercado (BIELSCHOWSKY, 2000: 21).

Para obter uma melhor estruturação do trabalho, além desta introdução, na segunda seção, traçamos brevemente alguns aspectos da relação entre instituições, contratos e desenvolvimento econômico. Na terceira seção, tratamos da experiência argentina com destaque para a rigidez e a ruptura do regime de conversibilidade. A quarta seção constitui a principal parte do artigo, na qual analisamos o debate em torno das classificações adotadas e das interpretações e recomendações de política econômica. Por fim, na seção final, traçamos as principais conclusões.

2. Instituições, disciplina em contratos e desenvolvimento econômico

Instituições são as normas de conduta presentes em uma sociedade, ou

“(...) the humanly devised constraints that shape human interaction. In consequence they structure incentives in human exchange, whether political, social or economic. Institutional change shapes the way societies evolve through time and hence is the key to understanding historical change” (NORTH, 1990: 3).

Por esse enfoque, o desenvolvimento deixa de ser atrelado exclusivamente à dotação de fatores produtivos e passa a ser visto também como resultante do respaldo dado pelas instituições que dão suporte às relações sócio-econômicas. À medida que a produção de um país parte de atividades simples e se aproxima de processos mais complexos e interligados, dotados de várias etapas e setores, o crescimento da atividade econômica requer instituições que reduzam os custos associados a essas transações. Dados os riscos e a incerteza presente no investimento, o crescimento da produção passa a ser vinculado à segurança dos direitos de propriedade estabelecidos (KLEIN, 2000).

Sob essa ótica, o desenvolvimento econômico é associado ao desenvolvimento institucional, pois as instituições que promovem um ambiente econômico estável e seguro induzem ao aumento de produtividade (NORTH, 1991). O crescimento econômico depende do grau de eficácia das instituições diante de eventuais choques, para reduzir os custos de informação, incentivar a formação e mobilidade de capital, permitir a precificação de riscos e facilitar a cooperação (KLEIN, 2000). As instituições existem para reduzir a incerteza, derivada da complexidade das relações econômicas. O nível de complexidade dessas transações é uma função dos contratos necessários nos vários níveis de relações (NORTH, 1990: 3).

Segundo a abordagem institucionalista dos custos de transação de Williamson (1985), a organização econômica impõe custos potenciais, uma vez que os contratos são, em geral, incompletos. Um contrato completo especifica o curso das medidas, ou termos de contingenciamento de negócios em todas as possibilidades futuras das transações. Como existe incerteza com relação ao futuro, não há como estabelecer *ex ante*, no estágio de contratação, os possíveis cenários a serem encontrados. Os contratos incompletos expõem as partes a certos riscos. Se as circunstâncias mudam repentinamente, o acordo inicial pode tornar-se impraticável. A necessidade de adaptação a situações inesperadas constituem os custos adicionais não planejados.

É sobre esta ótica que tratamos da questão institucional e das rupturas de contratos no fim da conversibilidade. A Argentina implantou um regime dotado de forte rigidez que procurou aumentar a transparência e evitar a discricionariedade do governo. Buscou-se conquistar maior credibilidade no novo marco institucional que tinha por objetivo, além do controle inflacionário, transformar o padrão de crescimento do país. Tratamos na seção seguinte do novo marco trazido pela conversibilidade, sua rigidez e as rupturas geradas por seu esgotamento.

3. A experiência argentina: rigidez da conversibilidade e ruptura

Heymann (2006) sugere que para analisarmos a questão contratual e a atuação estatal presente na conversibilidade e em sua ruptura, faz-se indispensável salientar dois aspectos centrais do período precedente, que exerceram grande influência no estabelecimento dos preceitos a serem seguidos pelo modelo adotado nos anos 1990, bem como nas expectativas por ele geradas. Primeiramente, estamos tratando de um país que havia passado por dois surtos hiperinflacionários em um curto espaço de tempo, estagnação econômica, câmbio real sobre valorizado, difusão do dólar como reserva de valor e quase inexistência de oferta de financiamento ao setor privado com prazo de maturação superior a poucas semanas. Esses eventos tornaram o controle da inflação uma prioridade consensual naquela economia. O segundo ponto a ser destacado constitui-se no caráter de acentuada rigidez imposta pelo plano. Esta característica se justifica pelo fato da hiperinflação ter eliminado qualquer benefício que a flexibilidade monetária poderia trazer, e a preocupação central era fundamentada na urgência de um rápido crescimento econômico e, principalmente, na descrença com relação à

capacidade institucional do país em manter por certo período um ambiente macroeconômico de relativa estabilidade.

O regime de conversibilidade, implantado em março de 1991, constituía-se em um arranjo monetário-cambial que tinha como objetivo controlar a inflação e estabelecer um novo marco para o crescimento do país. Para atingir estes objetivos, a conversibilidade preconizava uma série de reformas que, de acordo com Heymann (2006: 11), constituíram-se em um amplo conjunto de regras de manuseio de instrumentos para transformar irreversivelmente instituições e condutas de modo a gerar uma inflexão nas expectativas e um rápido crescimento. Dentre as principais reformas, destacam-se a paridade cambial fixa do peso com o dólar, abertura do balanço de pagamentos e uma onda de privatizações (FRENKEL e RAPETTI: 2007).

Com um baixo coeficiente de investimento e um nível de poupança insuficiente para seu financiamento, o modelo dos anos 1990 apostava em grandes aumentos de produtividade e uma oferta de capital suficiente para garantir o crescimento persistente da oferta de bens (*tradable*). O modelo trazia a crença implícita de que a oferta de bens seria desenvolvida ao ponto de gerar um superávit comercial, ao passo que durante este processo, o crédito internacional cobriria o hiato externo (HEYMANN; 2006).

O arranjo cambial argentino tinha a peculiaridade de tratar-se de um regime super fixo ou *hard peg*. Um regime com esta especificação é caracterizado por lastrear a base monetária em reservas internacionais para dar respaldo à âncora cambial, por isso adquire maior credibilidade ao assumir um compromisso mais robusto com a paridade da moeda (CALVO, 2000: 4; CALCAGNO et alii, 2002). Destaca-se como elemento de rigidez da conversibilidade o fato de a paridade cambial ter sido estabelecida por lei, com o que sua alteração só seria possível com nova lei votada em congresso (GALIANI et alii, 2003). Além disso, o dólar passou a ser utilizado não apenas como unidade de conta em contratos, mas também como moeda de curso legal, meio de transações, e foi amplamente difundido no crédito e em transações financeiras, o que aumentava substancialmente os custos de mudança da paridade cambial (HEYMANN 2000: 13).

De acordo com Spiller e Tommasi (2003), em um cenário suscetível a oscilações adversas, a política econômica ideal deve ser simultaneamente robusta e capaz de se

ajustar a choques. A escolha entre rigidez e flexibilidade depende do custo relativo entre impossibilidade de se ajustar a choques comparada a políticas tendenciosas a interesses privados. Se o ambiente institucional facilita a cooperação política, permite-se adaptação e flexibilidade. No caso de a cooperação política não ser simples, se os custos de medidas de segurança forem baixos a política pode ser implementada com o apoio de regras rígidas. Se o custo das medidas é elevado, a economia defronta-se sérios abalos, como foi o caso da conversibilidade argentina.

O contexto de recessão econômica juntamente à hiperinflação, a ausência de financiamento ao setor privado, a utilização do dólar como reserva de valor e a descrença na estrutura institucional do país quanto ao comprometimento e habilidade na condução da macroeconomia deram um caráter de irreversibilidade à conversibilidade e colocou-a como única alternativa viável aos problemas econômicos da Argentina. Desse modo, as reformas foram parte de um movimento que ganhou força ao somar-se ao inconformismo com o desempenho econômico nos anos prévios e acarretaram em um amplo conjunto de regras e critérios de condução de instrumentos para mudar irreversivelmente instituições e condutas e marcar uma inflexão com a expectativa de que tais medidas gerariam um crescimento veloz. O fato de um choque potencial que pressionaria uma desvalorização sob regime de câmbio ultra-rígido não adquiriu uma posição central durante a organização da conversibilidade, pois as circunstâncias presentes naquele momento eram de inconformidade com as políticas econômicas prévias e expectativas otimistas com relação ao controle da inflação, crescimento econômico e fácil acesso a crédito internacional (HEYMANN, 2006).

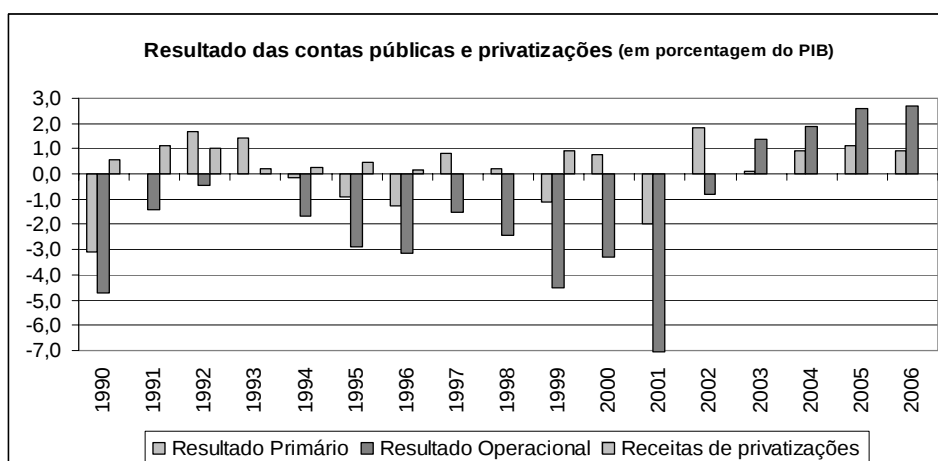
3.1 Ação do estado e ruptura de contratos

Nos primeiros anos da conversibilidade, o crescimento foi financiado, em grande medida, pelas receitas das privatizações, que chegaram a cifras superiores a 1% do PIB em 1991 e 1992. A abertura comercial com câmbio valorizado caracterizou um déficit comercial ao longo do período e, com o fim da onda de privatizações em 1995¹⁸, acarretou em endividamento externo deterioração das contas públicas (gráfico 1).

¹⁸ Exceto pelo ano de 1999 no qual se concluiu a venda do restante das ações da petroleira YPF.

A crise mexicana de 1994 e o aumento nas taxas de juros internacionais deram início a uma fuga de capitais e recessão em 1995. Um pacote de ajuda do FMI reverteu as expectativas pessimistas e os fluxos de capitais retornaram ao país, de modo que a dinâmica seguiu nos mesmos moldes, até que, entre 1997 e 1999, a mudança nas condições de liquidez internacional causada pelas crises da Ásia, Rússia e Brasil, juntamente à recessão e déficit constante em transações correntes, geraram desconfiança e corridas contra as reservas e o regime cambial argentino entrou em colapso.

Gráfico 1



Obs.: valores negativos significam déficit.

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados do Ministério da Economia.

Entre outubro de 1999 até o fim do ano 2000 caracteriza-se um período de luta contra a desvalorização da moeda sem que houvesse grandes rupturas no funcionamento do sistema econômico. A partir de 2001, a recessão se agravou e o governo passou a adotar uma série de medidas com o objetivo de evitar a qualquer custo a ruptura com a conversibilidade.

Dada a forte liquidez que afetava a economia e a impossibilidade de uma política monetária expansionista sob câmbio fixo, o governo federal juntamente às províncias passaram a emitir títulos que foram utilizados como meio circulante (as chamadas quase moedas). Esses títulos chegaram a atingir 2% do PIB e a Argentina passou a conviver com 15 moedas em circulação.

A combinação da corrida para sacar depósitos, o engessamento do Banco Central e a fuga de capitais, instauraria uma quebra generalizada do sistema bancário e romperia com o regime cambial. Em dezembro de 2001 o governo adota o “*corralito*”, uma

limitação sobre a quantidade de saques com o objetivo de ceder um fôlego ao setor bancário e manter a paridade da moeda (FRENKEL; RAPETTI, 2007: 8).

Para aquele momento, Heymann (2006: 40) identificou dois possíveis desfechos para o problema argentino: i) o surgimento de novidades favoráveis no setor externo, dadas as necessidades de recursos em dólares, por exportações ou por refinanciamento de dívida, ou; ii) o desfecho trágico de uma crise de grande escala com ajuste externo mediante uma deflação generalizada e rápida, que reduziria os preços previamente fixados por contratos, o que geraria problemas quanto ao cumprimento de compromissos financeiros.

Além do *corralito* e da emissão das quase moedas, o governo procurou estimular as exportações, incluiu uma cesta de moedas na âncora cambial na tentativa de gerar alguma desvalorização, adotou uma política fiscal contracionista de déficit zero e postergou os vencimentos de dívidas com bancos locais e fundos de pensão, o chamado *megacanje* (HEYMANN, 2006: 42). Apesar das ações do governo, o decreto da moratória parcial foi inevitável e acarretou em uma série de outras conseqüências, em especial devido à sua magnitude sem precedentes (US\$145 bilhões). Seu efeito imediato foi a impossibilidade da manutenção da paridade cambial, pois os empréstimos externos ao setor público foram cortados com a perda de confiança dos mercados internacionais depois da interrupção do pagamento de serviços da dívida. A desvalorização cambial resultou na insolvência generalizada da economia, que estava fortemente endividada em moeda estrangeira (DAMILL et alii, 2005: 18).

Com o decreto da moratória e o fim da conversibilidade houve um aprofundamento da dinâmica recessiva e do desemprego. O governo seguiu com a intervenção nas variáveis chaves da economia e no segundo trimestre de 2002 a recessão começou a se transformar em crescimento econômico. A partir de janeiro de 2002 o governo adotou um câmbio dual, realizou controle de capitais e instituiu a obrigatoriedade da liquidação de receitas de exportações no Banco Central para conduzir o mercado de câmbio à normalidade e a absorver o efeito *pass-through* (FRENKEL; RAPETTI, 2007: 9). O governo também assumiu parte da dívida externa e “pesificou” contratos assumidos em dólares na paridade um peso/dólar e os depósitos bancários, a um câmbio de 1,40 pesos por dólar mais a indexação ao IPC. Além de manter o *corralito*, estabeleceu-se ainda o

chamado “*corralón*”, que constituiu em uma extensão de prazo de maturação de depósitos com o objetivo de aliviar as condições de solvência bancária (RAPETTI, 2005: 6). Quanto às estatais privatizadas, o governo “pesificou” as tarifas e retirou a indexação à inflação norte-americana, com o objetivo de reduzir o efeito de transmissão da desvalorização aos preços. A renegociação dos contratos das empresas privatizadas, ainda que em processo, se deu a partir do impacto das tarifas na competitividade da economia, distribuição de renda, qualidade dos serviços, planos de investimento, acessibilidade aos usuários e rentabilidade das empresas (FORCINITO e NAHÓN, 2005: 29).

Quanto ao sistema financeiro, a atuação das autoridades monetárias foi seletiva e as perdas foram distribuídas a favor do sistema bancário nacional em relação aos bancos estrangeiros. Os bancos que não estavam preparados para enfrentar a desvalorização foram socorridos pelo Banco Central via títulos, e a intervenção do governo nos mercados cambial e monetário foi crucial para impedir um surto hiperinflacionário e um comportamento de fuga contra o peso. Deste modo, as medidas do governo trouxeram as variáveis monetárias e a taxa de câmbio a um patamar mais adequado aos padrões argentinos, o que contribuiu fortemente para a inflexão da recessão (SCHVARZER; FINKELSTEIN, 2003).

4. Interpretações sobre a experiência argentina

Apresentamos aqui uma análise do debate sobre a crise e a recuperação da economia argentina. Antes de dar início à proposta desta seção, convém estabelecer em termos gerais os limites a serem tratados. Pretendemos nos concentrar nos aspectos ligados à disciplina em contratos e à atuação estatal, pois apesar da estabilidade do marco institucional ser de suma importância ao bom funcionamento da economia, a experiência argentina revela que esse não foi o único elemento considerado na tomada de decisão dos agentes. Desse modo, trataremos de três debates, a saber: i) a ruptura de contratos e seu papel na origem, agravamento ou solução para crise instaurada; ii) as origens da recuperação econômica e sua consistência ao longo do tempo; iii) a ação estatal e a manutenção da sustentabilidade do crescimento e estabilidade do cenário macroeconômico.

O primeiro debate aborda a disciplina em contratos e seus efeitos enquanto causa e agravamento da crise ou pré-condição essencial para a recuperação econômica. Um trabalho do FMI, realizado por Reinhart, Rogoff e Savastano (2003), defende a hipótese de que a boa reputação de um país adquirida pelo cumprimento de normas pré-estabelecidas incide positivamente no desempenho macroeconômico de longo prazo. A transparência e respeito aos contratos são essenciais na previsão do retorno do investimento, de modo que um país de “mau comportamento” obterá um menor volume de investimentos. Deste modo, a moratória foi resultado de comportamento oportunista da Argentina, cujo governo irresponsável se endividou além do limite de tolerância do país. O argumento exige um mercado financeiro internacional interessado em emprestar acima do limite, cobrando um elevado prêmio de risco. Este comportamento é pró-cíclico uma vez que o aumento da taxa de juros juntamente com a grande propensão a cortar o financiamento determina a probabilidade de moratória.

A vertente estruturalista argumenta que esta análise retira o foco das diferentes políticas seguidas pelos países no processo de integração internacional. O desenrolar da crise argentina apresentou elementos controversos no aspecto macroeconômico, principalmente no que se refere às medidas tomadas pelo governo.

A corrida para sacar depósitos em 2001 ameaçava a solvência do sistema bancário e romperia com a paridade cambial se a fuga de capitais se mantivesse. Na tentativa de solucionar o problema, o governo implantou o “*corralito*” com objetivo de conceder um alívio ao setor bancário e evitar o rompimento com a paridade cambial. Os resultados de tal medida foram ambíguos, uma vez que o “*corralito*” cedeu um fôlego aos bancos ao fazer com que a quebra fosse apenas virtual, porém foi precursor da moratória e desvalorização do câmbio, ao colocar em xeque a credibilidade da conversibilidade (FRENKEL; RAPETTI, 2007:8)¹⁹.

Assim como o *corralito*, a moratória também gerou efeitos bastante controversos na economia. Se por um lado seu decreto acarretou no rompimento de uma série de outros

19 Contraditoriamente, a justiça começa a atuar contra o governo, na medida em que concedeu pareceres favoráveis a processos contra o *corralito*, os chamados *amparos*. Tal fato obriga o congresso a aprovar a lei Tapón, que determina que os depósitos requeridos em processos judiciais (*amparos*) contra o *corralito*, só podem ser devolvidos após a decisão final da justiça. Enquanto isso, os fundos ficariam retidos em uma conta “neutra”. Vide Rapetti 2005.

contratos, deteriorou a liquidez e a credibilidade do sistema financeiro nacional, por outro esta medida concedeu um grande alívio na condução da política pelo governo. De acordo com os dados do Ministério da Economia, o decreto da moratória reduziu o pagamento de serviços da dívida de 5,3% do PIB em 2001 para 2,6% do PIB em 2002.

O fim da conversibilidade deu ao governo certo grau de liberdade para conduzir a política econômica, pois o Banco Central adquiriu maior flexibilidade ao poder conduzir a política monetária sem comprometer a paridade cambial. Frente a esta nova configuração, o governo passou a adotar uma série de medidas *ad hoc* que permitiu a retomada do controle do sistema financeiro, a introdução de políticas de renda para trabalhadores²⁰, o apoio ao setor produtivo e a recomposição da moeda fiduciária. Tais fatores foram essenciais para o retorno do crescimento econômico (RAPETTI, 2005).

Cabe salientar a alteração da composição do conjunto de ativos e passivos dos bancos, sem se envolver em acordos entre as partes como importante medida que o governo tomou após a desvalorização. Esta ação era chamada de pesificação e constituiu-se na conversão pesos na taxa de 1,40 para depósitos e de 1,00 para empréstimos e a diferença seria coberta por títulos públicos cedidos aos bancos. Depósitos a prazo fixo seriam ajustados por um índice baseado no IPC e posteriormente criou-se a opção de trocar estes depósitos por títulos. A pesificação dos depósitos implicou considerável redução real das dívidas do setor privado com os bancos e o governo atendeu a solicitações de intervenção na gestão do pagamento de dívidas privadas com o exterior (*ibid*).

Partilhando da visão de comportamento oportunista do governo, Mussa (2002:10), Teijero (2002) e Wijnholds (2003) nos afirmam que a falha do FMI durante a conversibilidade consistiu em não fiscalizar o endividamento público. Tais autores vêem a crise como um fenômeno de natureza fiscal e afirmam que essa quebra contratual agravaria o caos instaurado. Neste sentido a recuperação jamais ocorreria, pois a incerteza e fragilidade desencadeariam um surto hiperinflacionário (MUSSA 2002: 62).

²⁰ Trata-se do plano de auxílio aos desempregados do governo chamado “Plan Jefas y Jefes de Hogar desocupados”, criado em 2002 para aliviar a tensão social agravada durante a crise. O valor do subsídio é da ordem de 150 pesos para os chefes de família com filhos (DAMILL e FRENKEL, 2006).

No caso da Argentina, a crise foi gerada e agravada por um conjunto de fatores, e não apenas o endividamento público (DAMILL et ali, 2005; SCHORR & WAINER, 2005). O descontrole das contas públicas não se deu por um excesso de gasto público, tanto que na maior parte dos anos 90 o resultado primário foi superavitário (próximo a 1% do PIB), ao contrário do resultado operacional que se apresentou constantemente negativo pelo o crescente pagamento de serviços da dívida frente a um aumento no risco país e da taxa de juros. Juntamente a isso, a redução da arrecadação com a privatização da previdência social²¹ em dezembro de 1994 deteriorou as condições de solvência. A rigidez das limitações impostas ao Banco Central impediu sua ação de emprestador de última instância e precipitou o "*corralito*" que, somado aos choques externos adversos frente ao regime cambial ultra-rígido impossibilitaram a adaptação da política econômica. O rompimento com o antigo modelo era inevitável em razão de sua própria estrutura. A moratória somada à ruptura dos contratos da regra cambiária e serviços públicos privatizados além do "*corralón*", "*corralito*" e pesificação dos depósitos bancários propiciaram as condições para recuperação com o alívio do pagamento de serviços da dívida e concederam liberdade ao governo de planejamento econômico, que foi fundamental para a recuperação (DAMILL et ali, 2005: 33).

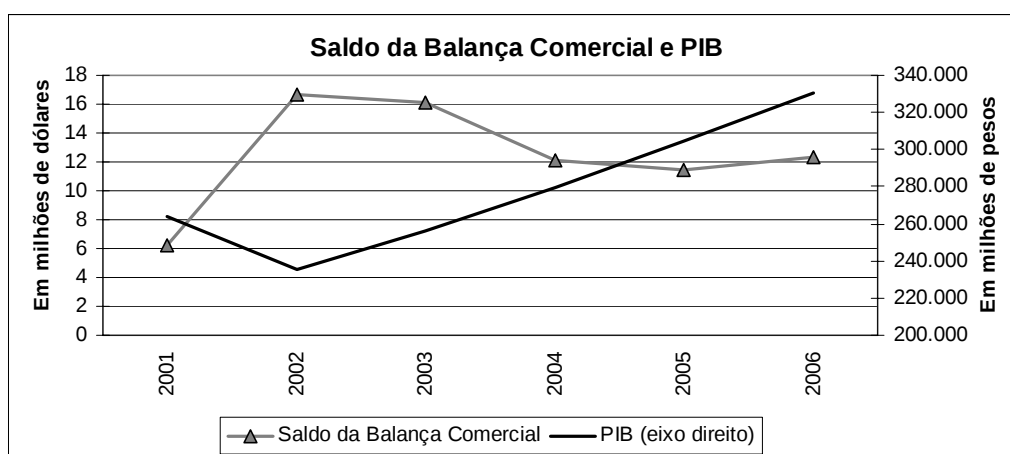
O segundo debate diz respeito ao motor da expansão e aos limites da recuperação econômica. Os autores de caráter mais conservador enfatizavam o cenário externo favorável como o único responsável pela retomada ao crescimento. Segundo essa visão, na ausência de reformas e transparência na questão contratual, a recuperação terminaria em um estrangulamento uma vez que a capacidade ociosa chegasse ao limite. Tais autores também afirmavam que a expansão seria retraída, tão logo as exportações entrassem em declínio, desta forma, o crescimento não passaria de um surto passageiro ou um "*veranito*". Baseada nesta crença, Kristin Forbes²² no fórum econômico mundial ocorrido na Suíça em 2005 utilizou a expressão de "pulo do gato morto" para caracterizar a trajetória da Argentina pós-conversibilidade.

²¹ Uma das reformas do modelo de conversibilidade constituía na privatização da previdência, na qual o estado passou a manter os atuais aposentados e pensionistas enquanto os futuros seriam responsabilidade do setor privado, juntamente com a arrecadação de fundos destes. Assim, o estado foi encarregado de manter o gasto social, enquanto a fonte de receitas foi transferida ao setor privado, o que gerou um aumento do déficit público.

²² Council of Economic Adviser – White House EUA. (Conselheira Econômica da Casa Branca – EUA.)

Entretanto, na primeira metade de 2005, o PIB já havia recuperado os níveis pré-crise e seguiu sua trajetória de crescimento ininterrupta. Outro fator de suma importância é a estrutura produtiva que apresenta mudanças significativas. Na conversibilidade, o setor de serviços teve importância relevante que se explica pela privatização das estatais. Naquele período, a indústria de bens se contraiu e concentrou-se em razão da forte concorrência internacional (SCHORR; WAINER, 2005). A partir de 2005, até o fim de 2006, o nível geral de utilização da capacidade instalada para o agregado se manteve praticamente constante, ao redor dos 73% (segundo o Ministério da Economia), apesar do crescimento do PIB, o que indica um aumento do investimento e a perspectiva de sustentação do crescimento.

Gráfico 2



Fonte: elaboração própria com base nos dados do Ministério da Economia.

Entre os determinantes do crescimento, o setor externo desempenhou um papel importante no início da recuperação, com o aumento significativo do saldo comercial (gráfico 2). Entretanto, os componentes da demanda interna exerceram papel de destaque nos momentos de redução do saldo comercial. De acordo com os dados do Ministério da Economia, entre o quarto trimestre de 2002 e o segundo trimestre de 2004, o saldo comercial caiu 11%, em média, ao passo que o consumo e o investimento cresceram 2,25% e 9,8% respectivamente. Cabe destacar que o governo tomou uma série de medidas para retomar o controle das variáveis financeiras, incentivar a demanda doméstica com subsídios à indústria e auxílio social ao desemprego.

Ao longo da história econômica da Argentina, cada fase de expansão era interrompida por um estrangulamento externo devido à escassez de divisas e um déficit no balanço de

pagamentos. Tal conjuntura acarretava em uma desvalorização cambial que desencadeava efeitos recessivos na economia. O problema estrutural de balanço de pagamentos que historicamente limitou o crescimento não se faz presente na atual conjuntura, na qual configura-se um cenário de superávits gêmeos²³ e acúmulo de reservas. Desta forma, as chances de fuga de capitais e crises financeiras ou no balanço de pagamentos são distintas das apresentadas pela economia em períodos anteriores.

Uma das características de maior importância no atual crescimento da Argentina é a política cambial, que mantém o câmbio real estabilizado em níveis competitivos. O câmbio desvalorizado altera os preços relativos e incentiva os setores produtores de bens comercializáveis, promove uma expansão da demanda por empregos e aumenta não apenas a massa salarial como também o nível de salário real. Esta política também estimula o setor exportador, que se constitui numa das fontes mais importantes de divisas ao governo. Assim, o superávit do governo permite a correção de desequilíbrios macroeconômicos como controle via custos de pressões inflacionárias (ainda que de forma imperfeita), possibilidade de política fiscal anticíclica e intervenções no mercado de câmbio para a manutenção da moeda em um patamar competitivo. Percebemos que a Argentina apresenta menor vulnerabilidade a choques externos adversos e uma configuração mais segura à condução da política econômica. Como consequência, aumenta-se o grau de confiança dos mercados financeiros e projetos de investimentos privados.

Durante os anos 90, a paridade cambial era favorável à importação de bens de capitais e insumos para o crescimento da produção de bens, porém a atividade industrial entrou em declínio, em relação aos serviços e o investimento externo constituiu-se majoritariamente na compra de empresas já instaladas, ao invés de se dirigir a novos projetos. Atualmente, a formação bruta de capital fixo situa-se em níveis superiores ao período da conversibilidade²⁴, mesmo com uma paridade cambial que não favorece a importação de bens para a indústria como nos anos 90. (SCHVARZER; ORANZI, 2006: 5).

²³ Entende-se por superávits gêmeos o resultado fiscal e externo do governo como positivos.

²⁴ A formação bruta de capital fixo privada para 2006 é de 61.036 milhões de pesos, ao passo que a média entre 1993 e 1999 foi de 47.300.

O último debate diz respeito à coordenação das políticas monetária e cambial. Em contraste à era da conversibilidade, cujo fim configurou um problema por escassez de divisas internacionais, o desafio atual está ligado à entrada de dólares na economia. A Argentina adota um modelo chamado de Dólar Alto que é caracterizado por manter o câmbio real em níveis competitivos. Esse modelo atribui um peso considerável ao câmbio desvalorizado na estratégia de crescimento bem sucedida de países asiáticos nos últimos 30 anos e do Chile nas décadas de 80 e 90 (DOOLEY, 2003; BRESSER-PEREIRA: 2006). Com o câmbio competitivo, o setor de bens é estimulado pela redução da concorrência com as importações e o governo arrecada um volume considerável de divisas ao capturar os efeitos *wind-fall* com a tributação nas exportações (e nas operações financeiras). O excesso de dólares que entra na Argentina atualmente dificulta a execução de uma política de manutenção da paridade cambial em níveis competitivos por pressionar uma apreciação nominal do peso. O governo procura absorver esse volume de divisas com o pagamento de dívidas e acumulação de reservas, porém a conversão em pesos das receitas de exportações gera pressões inflacionárias.

Giovanni e Shambaugh (2006: 6), argumentam que não é possível a coordenação das políticas monetária e cambial simultaneamente em razão do chamado *trilemma* de economias abertas. De acordo com o *trilemma*, não se pode manter uma política monetária ativa e o controle da paridade cambial em uma economia integrada com o mercado de capitais internacional. Isso se dá porque o Banco Central não pode mudar seu portfólio de ativos e passivos para compensar as variações nos fluxos de capital privado. Sob essa ótica, argumentam que desde 2003 essa coordenação só foi possível porque a economia estava com o mercado financeiro debilitado e com o crédito reduzido por causa da moratória. Além disso, defendem que apesar da existência de controle de capitais na Argentina, o setor privado gera inovações financeiras que conseguem burlar o setor público, o que faz com que esse controle perca sua efetividade com o passar do tempo.

A abordagem keynesiana/estruturalista considera essa argumentação falha ao não considerar as magnitudes das quantidades envolvidas nem os instrumentos do Banco Central para controlar a oferta de dinheiro. O controle dessas políticas depende do tamanho da intervenção e dos limites de instrumentos de esterilização e compensação. O controle de capitais também é um importante instrumento utilizado pela economia

Argentina ao longo desse período para limitar a entrada de dólares e evitar a apreciação nominal do câmbio. A partir de 2004 o governo utiliza estratégias para contrair a base monetária que vão além da esterilização através de títulos, como o pagamento antecipado ao governo do montante de capital e de juros da dívida que o setor financeiro nacional contraiu com o socorro durante a crise de 2001, as intervenções oficiais no mercado cambial e operações de financiamento ao Tesouro. Essas intervenções foram possíveis em razão da melhoria das contas públicas que permitiram que operações do governo dessem alívio ao Banco Central em contrair a base monetária (FRENKEL, 2006 e 2007).

5. Considerações Finais

Heymann (2006: 7) coloca que a intensidade da crise explica a dimensão das discrepâncias entre previsões e resultados obtidos. A proporção do desmoronamento geral indicaria que a magnitude da riqueza esperada por um grande número de atores relevantes não seria compatível com aquela que haveria sustentado o cumprimento dos compromissos e com as expectativas no momento da formulação dos contratos. Sendo assim, o rompimento de contratos tem origem na dificuldade dos agentes determinarem níveis sustentáveis de gasto e endividamento, além do grau de previsibilidade em relação à remuneração dos atores envolvidos nas transações. Essas dificuldades não se fazem presentes nos momentos em que a tendência da renda e os níveis de sua distribuição estão definidos de maneira razoavelmente clara. Do contrário, há uma brecha para potenciais flutuações que são marcadas por assimetrias nas expectativas, decisões e, conseqüentemente, nos resultados. Sob uma situação como a descrita, aumentam os incentivos para a tomada de decisões dotadas de um caráter oportunista, ao passo que a discriminação entre os rompimentos contratuais planejados por este tipo de comportamento e aqueles forçados pela conjuntura de crise torna-se muito complexa.

Com a conversibilidade, as relações econômicas e conduta dos agentes privados e do governo foram alteradas em razão da dimensão das transformações ocorridas no novo ambiente econômico. Deste modo, a política econômica foi conduzida de uma maneira tal, como se o crédito, que era essencial para o crescimento esperado, não enfrentaria limitações. Esse tipo de atitude trás implícita a idéia de ausência de restrições à mobilidade internacional de capitais e a crença de que reformas pró-mercado e estabilização monetária seriam suficientes para sustentar o crescimento da renda em

uma economia como a Argentina. Vários contratos foram estabelecidos em dólares como uma medida de precaução, dado que, apesar da baixa probabilidade, havia a percepção de uma válvula de escape implícita no caso de uma eventual saída da conversibilidade (FRENKEL e RAPETTI 2007: 4).

Ao controlar o problema da inflação e com um crescimento médio de aproximadamente 7,5% nos primeiros quatro anos, os agentes passaram a acreditar que a economia permitia um nível de gastos mais elevado. Os contratos estabelecidos durante a conversibilidade seguiram a sinalização do governo e eram compatíveis com essa crença, uma vez que utilizar o dólar como meio de transações e unidade de conta trazia implicitamente a exigência de que a economia provesse condições de manter a renda nesta unidade.

Conforme já salientado, ao controlar o problema hiperinflacionário e com um crescimento elevado após um período recessivo, a conversibilidade alterou as relações e formas de conduta como consequência da magnitude das transformações trazidas naquele período. A mudança nas expectativas somada à rigidez imbricada no modelo dos anos 90 não trouxe à tona um esquema para a saída ordenada de capitais. Tal medida seria um exercício de coordenação para determinar as perdas resultantes do não cumprimento dos contratos, que excedia a capacidade de planejamento do país, implicava em tomada de decisão de diversos grupos políticos e de interesses, além de parecer uma idéia bastante descontextualizada para aquele momento.

Historicamente, a evolução macroeconômica da Argentina mostrou oscilações de grande intensidade, marcada por crises em diversos aspectos e recentemente, um processo de recuperação acelerada seguido por um crescimento intenso. Diante de tal cenário, identificar e projetar as tendências e qual o nível sustentado de renda, preços e gastos na tomada de decisões é altamente complexo, tanto para o período dos anos 90 quanto no período posterior de crescimento. A crise deflagrada em 2001 foi um processo no qual se combinaram uma quebra do estado, depressão da atividade econômica, e desmoronamento do sistema financeiro nacional. A perturbação monetária que emergiu neste processo rompeu com o ponto fixo de formulação das expectativas, que por sua vez era a base para a formulação dos contratos.

O rompimento da conversibilidade colocava em xeque todo o funcionamento do sistema econômico, até mesmo aspectos mais elementares como transações rotineiras de consumo. A desvalorização da moeda deixou o país diante de um horizonte duvidoso, em que não havia um padrão ou referencial monetário explícito a ser seguido. O corralito dificultava até mesmo as transações mais corriqueiras, mesmo que, simultaneamente,

“(...) la transformación de depósitos a plazo fijo a su vencimiento en depósitos de liquidez inmediata (dispuesta al establecer el corralito) había elevado considerablemente el volumen de los activos transaccionales, mientras que era incierto el comportamiento de la demanda de dinero, y no parecía posible descartar en principio un escenario de ‘huida del peso’ ”
(HEYMANN, 2006: 47).

A proporção da crise que a Argentina passou, pode ser atrelada, principalmente, à fatores de rigidez impostos pelo regime de conversibilidade, que constituem uma possível explicação do porquê das tentativas do governo em evitar a ruptura do modelo. Dentre tais fatores, nos chama a atenção: i) a permissão de se firmar contratos em moeda estrangeira frente a uma possível desvalorização cambial, que afetaria os aplicadores externos, o sistema bancário e firmas com receitas em pesos; ii) o lastro da base monetária em reservas internacionais; iii) a disponibilidade de crédito bancário em dólares, que resultou em um aumento considerável dos passivos em moeda estrangeira; iv) a própria rigidez do sistema, que impedia uma desvalorização sem que ocorresse uma grave crise financeira, considerando as conseqüências da desvalorização do peso nos contratos firmados em dólares, na dívida externa e na credibilidade da moeda doméstica; v) a sobrevalorização da paridade cambial fixada; vi) o desequilíbrio externo crescente pela combinação de câmbio valorizado e abertura comercial e; vii) a volatilidade nos mercados financeiros internacionais que, por meio da abertura, era transferida à economia doméstica.

A tomada de decisão para a acumulação de capital demanda oportunidades visíveis de captação de recursos, o que requer um mecanismo claro de perspectivas de retorno de benefícios, além de um marco institucional e cenário econômico razoavelmente estáveis (NORTH, 1993 e 1994). O investimento, seguindo regras políticas que atendam interesses políticos de grupos de menor renda, depende de um acordo distributivo, mesmo que implícito, em que estes grupos se interessem em participar ao ver que existe

a possibilidade de ganhos aceitáveis para ambas as partes envolvidas (HEYMANN, 2006: 70).

O problema do rompimento dos contratos não trata apenas do “pecado original” do governo emitir dívida em dólares, e sim de algo maior. A condição de solvência da economia como um todo era sujeita à paridade cambial. A dolarização contratual por um lado acarretou em pesadas conseqüências para uma eventual saída da conversibilidade, uma vez que a depreciação cambial induziria insolvência generalizada e grande transferência de renda, e por outro pressupunha que os devedores teriam condições de gerar renda suficiente em dólares. Com o estabelecimento de compromissos em moeda estrangeira que pressupunham níveis de renda maiores que os correntes, a sustentabilidade da tendência crescente do PIB em dólares era um requisito essencial para a manutenção do regime (GALIANI et ali, 2003: 9).

Ao romper com o modelo econômico de crescimento via poupança externa, mesmo que não intencionalmente, a Argentina conseguiu o fôlego necessário (gráfico 2) para revitalizar a atividade produtiva com a variação nos preços relativos. A experiência argentina nos mostra que um país em crise por causa de risco eminente de moratória tem o seu adiamento mais custoso que a moratória em si. Além disso, a rápida recuperação argentina e o bom desempenho dos últimos tempos são explicados pela ação do governo que juntamente com o Banco Central, têm agido de forma pragmática de modo a direcionar a economia do país.

Um regime cambial de tamanha rigidez como a conversibilidade, desprovido de uma válvula de escape implica em elevados custos em seu rompimento. Mas porque ele se mostrava tão atrativo? O regime garantia a estabilidade de preços com uma âncora nominal, que funciona como um impedimento para as autoridades monetárias praticarem políticas monetárias discricionárias²⁵ ou políticas fiscais irresponsáveis que levam a não sustentabilidade da paridade estabelecida. Importa-se a credibilidade da moeda utilizada como âncora e permite-se que o mercado auto-regule o funcionamento da economia.

²⁵ Há toda uma literatura sobre a tendência inflacionária na política monetária. O argumento foi desenvolvido a partir de trabalhos de Kydland e Prescott (1977) sobre a inconsistência dinâmica na política monetária, onde eles mostram que política monetária discricionária permite o aparecimento de inflação alta.

A situação pela qual a crise argentina foi deflagrada foi, de fato, sem precedentes na história do país e o modelo ultra-rígido era um experimento no qual, desde sua implementação, acreditava-se em sua irreversibilidade, fator que explica o porquê de tamanha rigidez. Sob tais circunstâncias fica difícil discriminar entre condutas oportunistas e ações guiadas por condições conjunturais.

6. Referências Bibliográficas

BIELSCHOWSKY, R; *Cinquenta anos de pensamento na CEPAL – um resenha*. In: BIELSCHOWSKY, R; (org) **Cinquenta anos de pensamento na CEPAL**. Vol 1. Rio de Janeiro: Record, 2000.

BRESSER-PEREIRA, L, C; *Exchange rate, fix, float or manage it?* Preface to Mathias Vernengo, (ed.) **Financial Integration or Dollarization: No Panacea**. Cheltenham: Edward Elgar, 2004.

CALVO, G; *The case for hard pegs in the brave new World of global finance*. University of Maryland, Universidad T. Di Tella and NBER, June, 2000. Mimeo.

DAMILL, M; FRENKEL, R; *El mercado de trabajo argentino en la globalización financiera*. Revista de la CEPAL Nº 88, Abril, 2006.

DAMILL, M; FRENKEL, R; RAPETTI, M. *The Argentinean Debt: History, Default and Restructuring*. CEDES, Buenos Aires, Abril, 2005.

DOOLEY, M, P; LANDAU, D, F; GARBER, P. *An Essay on the revived Bretton Woods System*”. NBER Working Paper 9971, Setembro, 2003.

FORBES, K; Argentina's Latest Tango. World Economic Forum in Davos, Davos, Suíça, 2005. Disponível em: <http://www.whitehouse.gov/cea/argentina-wef-comments-20050127.html>. Acesso em 25/03/2007

FORCINITO, K; NAHON, C; *La Fábula de las Privatizaciones: Vicios Privados, Beneficios Públicos? El Caso de la Argentina (1990-2005)*. Economic Working Group. Policy Paper #1. Observatorio Argentina. Buenos Aires. Mayo 2005.

FRENKEL, R: The sustainability of sterilization policy. CEPR, Washington DC, Sep. 2007.

FRENKEL, R.: “An Alternative to Inflation Targeting in Latin America: Macroeconomic Policies Focused on Employment”, in *Journal of Post-Keynesian Economics*, vol. 28, Nº 4, summer, 2006.

FRENKEL, R; RAPETTI, M. *Argentina's Monetary and Exchange Rate Policies After the Convertibility Regime Collapse*. CEPR, Washington, D.C., March 2007.

GALIANI, S; HEYMANN, D; TOMASSI, M. Expectativas frustradas: el ciclo de la convertibilidad. Serie estudios y perspectivas. Oficina de la CEPAL, Santiago de Chile, junio, 2003.

GIOVANNI, J; SHAMBAUGH, J; The Impact of Foreign Interest Rates in the Economy: The Role of the Exchange Rate Regime. IMF Working Paper. Feb. 2006.

HEYMANN, D; Buscando la tendencia: crisis macroeconômica y recuperación en la Argentina. Serie estudios y perspectivas. Oficina de la CEPAL, Buenos Aires, abril, 2006.

HEYMANN, D; Políticas de reforma y comportamiento macroeconómico: la Argentina en los noventa. Serie estudios y perspectivas. Oficina de la CEPAL, Buenos Aires, may, 2000.

INDEC. www.indec.gov.ar. Acesso em 25/02/07. 15:45h.

KLEIN, P. "New Institutional Economics," in Boudewin Bouckeaert and Gerrit De Geest, eds., *Encyclopedia of Law and Economics* (Cheltenham, U.K.: Edward Elgar): 456–489, 2000.

KYDLAND, F.; PRESCOTT, E. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, 85, June, p. 473-492, 1997.

KYDLAND, F; ZARAZAGA; "Argentina's recovery and 'excess' capital shallowing of the 90s", Federal Reserve Bank of Dallas. Disponível em: www.dallasfed.org/latin/papers/2002/lawp0201.pdf.

Ministerio de La Economía. INFORME ECONÔMICO TRIMESTRAL. (vários anos). Disponível em: www.mecon.gov.ar/peconomica/informes/anteriores/htm

MUSSA, M; "Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy", Working Papers, Institute for International Economics, Washington D.C., 2002.

NORTH, D. Institutions, Institutional Change, and Economic Performance. New York: Cambridge University Press. 1990.

NORTH, D, C; (1994) *Institutions and Credible Commitment*. RePEc: wpa:wuwpeh:9412002. Washington University. Disponível em: <http://econwpa.wustl.edu:80/eps/eh/papers/9412/9412002.pdf> Acesso: 11/03/2008, 14:35h.

NORTH, D, C; (1993) *Institutions, Transaction Costs and Productivity in the Long Run*. RePEc: wpa:wuwpeh:9309004. Washington University. Disponível em: <http://econwpa.wustl.edu:80/eps/eh/papers/9309/9309004.pdf>. Acesso em 11/03/2008, 14:39h.

REINHART, C; ROGOFF, K; SAVASTANO, M. Debt Intolerance, NBER Working Papers Series N 9908 (2003).

RAPETTI, M. *La Macroeconomía Argentina Durante la Post-convertibilidad: Evolución, Debates y Perspectivas*. Economic Working Group. Policy Paper #5. Observatorio Argentina. Buenos Aires. Octubre 2005.

SCHORR, M.; WAINER, A. *Argentina: Muerte y resurrección?* Revista Realidad Económica. N° 211. Buenos Aires. Abril-Mayo 2005.

SCHVARZER, J; FINKELSTEIN, H. *Bonos, cuasi monedas y política económica*. Notas de Coyuntura 9. CESP – Buenos Aires. Enero 2003.

SCHVARZER, J; ORAZI, P. *Balance de la Actividad Productiva y de los Ingresos en 2005. Un Crecimiento que se Consolida Pese a las Dificultades de la Deuda Externa*. Notas de Coyuntura n°21. CESP – Buenos Aires. Marzo 2006.

TEIJEIRO, M; El problema fue esencialmente fiscal. CEP – Centro de Estudios Públicos. Buenos Aires, Sep, 2002. Disponible en: <http://www.cep.org.ar/articulo.php?ids=114>.

VELASCO, A; Exchange-rate Policies for Developing Countries: What Have We Learned? What Do We Still Not Know? G-24 Discussion Paper Series No. 5, June 2000.

WIJNHOLDS, J, O, B; The Argentine Drama: A View from the IMG Board. In **The Crisis That Was Not Prevented: Argentina, the IMF, and Globalisation**. TEUNISSEN, J; AKKERMAN, A (Ed.) Fondad, The Hague, Netherlands, 2003.

WILLIAMSON, O; The Economic institution of capitalism. NewYork: Free Press. 1985.

Anexo I

Quadro cronológico de eventos relevantes durante a crise e recuperação

Out/99	Crise política dispara corrida contra depósitos bancários e reservas do Banco Central
Mar/00	Ajuda de US\$7,2 bilhões do FMI é aprovada para dar suporte ao governo entre 2000 e 2002.
Jan/01	Governo consegue uma ajuda financeira, chamada <i>blindaje</i> , na quantia de US\$40 bilhões com o sistema financeiro internacional e o governo espanhol para cobrir os serviços de dívida ao longo de 2001. FMI estendeu o acordo de março de 2000 para US\$14 bilhões.
Mai/01	FMI realiza a terceira revisão do acordo com a Argentina e permite um déficit fiscal de US\$1 bilhões a mais que no primeiro acordo
Jun/01	Governo anuncia um “mega-swap” de dívida pública, na qual reduz o custo do serviço da dívida até 2006 mediante o aumento da dívida nominal e da taxa de juros.
Jul/01	Aumento do desequilíbrio fiscal e das taxas de juros obriga o governo a alcançar um plano de déficit zero. Anuncia-se uma redução de 13% dos gastos, incluindo nos salários públicos.
Ago/01	FMI anuncia um aumento de empréstimos em US\$8 bilhões. Inicialmente, US\$4 bilhões foram utilizados para restaurar as reservas do Banco Central e US\$1 bilhão para fins fiscais.
Nov/01	Governo realiza um novo <i>swap</i> de empréstimos garantidos por tributos, para residentes detentores de títulos em aproximadamente US\$42 bilhões.
Dez/01	Governo instaura o <i>corralito</i> para controlar a fuga de capitais, corrida bancária e estabelece um controle cambial. FMI suspende à Argentina. Manifestações públicas forçam o ministro Cavallo e o presidente De La Rúa a renunciar. Três presidentes interinos assumiram o poder em duas semanas. Anuncia-se uma moratória parcial da dívida externa.
Jan/02	Eduardo Duhalde é eleito presidente pela assembléia legislativa, rompe com a conversibilidade e estabelece um regime cambial dual.
Fev/02	Mercado cambial é unificado e o governo estabelece uma <i>pesificação</i> dos balanços bancários em 1/US\$1 para créditos e 1,40/US\$1 para depósitos. Bancos seriam compensados pelo efeito negativo nos balanços causados pela assimetria da <i>pesificação</i> . Posteriormente o governo estabelece o <i>corralón</i> , uma postergação das obrigações bancárias.
Abr/02	Aumenta-se a tributação nas exportações agrícolas para 20-25%. O congresso aprova a lei <i>Tapón</i> , que determina que os depósitos requeridos em processos judiciais (<i>amparos</i>) contra o <i>corralito</i> , só podem ser devolvidos após o término do processo. Enquanto isso, os fundos ficariam retidos em uma conta “neutra”. Roberto Lavagna é designado ministro da economia.
Jun/02	A obrigação mínima de divisas das exportações a serem liquidadas no Banco Central é reduzida para US\$1 milhão e, após duas semanas, uma nova redução para US\$500 mil. Novo <i>swap</i> é aberto e reprograma-se os depósitos a prazo do <i>corralón</i> em títulos públicos (Boden). Essa oferta atinge 25% de aceitação.
Jul/02	Justiça federal declara o <i>corralito</i> e a <i>pesificação</i> inconstitucionais. Governo permite saque de depósitos sob <i>corralito</i> em 120 dias úteis.
Set/02	Governo oferta um segundo <i>swap</i> com títulos federais para reprogramar depósitos, mas obtém baixa aceitação. Novo controle cambial é estabelecido.
Dez/02	Governo libera o <i>corralito</i> , entretanto o <i>corralón</i> permanece.
Jan/03	Novo acordo é estabelecido com o FMI para dar suporte financeiro até que se estabeleça a nova unidade administrativa do país. A linha de crédito iria cobrir apenas as obrigações de capital até agosto de 2003. Dentre outros fatores, a meta para o superávit primário foi de 2,5% do PIB. Banco Central ameniza as restrições sobre operações cambiais e a obrigação de liquidação de receitas aumenta para US\$1 milhão e a compra de ativos externos é liberada.
Mar/03	Governo consegue um elevado nível de aceitação em um terceiro <i>swap</i> .
Mai/03	Nestor Kirchner se torna presidente e Lavagna permanece como ministro da economia. O Banco Central alivia um pouco mais a restrição de operações cambiais através do intervalo de 90 dias para liquidação das receitas de exportações.
Set/03	Lavagna realiza a primeira tentativa de renegociação de dívida na reunião anual do BM e FMI.
Jun/04	Nova proposta de renegociação de dívida a ser iniciada em setembro é apresentada.
Fev/05	Renegociação da dívida termina e o nível de aceitação é de 76,15% da quantia sob moratória. A redução do estoque de dívida foi cerca de US\$67,3 bilhões.

Fonte: FRENKEL e RAPETTI, 2007.

Anexo II

Balanço de Pagamentos (anual)

Em milhões de dólares

Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Conta Corrente	-8.981	-3.780	8.720	8.065	3.446	5.626	8.092
Bens	2.452	7.385	17.178	16.805	13.265	10.050	13.872
Exportações (fob)	26.341	26.543	25.651	29.939	34.576	40.352	46.456
Importações (fob)	23.889	19.158	8.473	13.134	21.311	27.302	32.585
Serviços	-4.284	-3.863	-1.519	-1.286	-1.482	-1.362	-837
Exportações de serviços reais	4.936	4.627	3.459	4.427	5.146	6.252	7.666
Importações de serviços reais	9.219	8.490	4.978	5.713	6.628	7.613	8.503
Rendas	-7.548	-7.727	-7.488	-7.973	-8.928	-6.628	-5.440
Renda de Investimento	-7.556	-7.731	-7.466	-7.950	-6.582	-5.362	-5.381
Juros	-5.947	-7.473	-7.696	-7.317	-6.956	-3.352	-1.120
Recebidos	6.405	4.689	2.653	2.615	2.818	3.239	4.038
Pagos	12.352	12.162	10.349	9.932	9.774	6.591	5.158
Utilidades e Dividendos	-1.609	-258	230	-633	-1.940	-3.231	-4.261
Recebidos	978	635	350	451	627	829	1.318
Pagos	2.588	893	120	1.084	2.567	4.059	5.580
Outras Rendas	8	4	-22	-23	-32	-45	-58
Transferências Correntes	399	424	549	519	591	565	497
Conta de Capital e Financeira	8.737	-5.439	-11.404	-3.203	1.742	3.013	-5.562
Conta de Capital	106	157	406	40	43	89	97
Ativos financeiros não produtivos	106	157	406	40	43	89	97
Conta Financeira	8.631	-5.595	-11.810	-3.243	1.699	2.924	-5.659
Setor Bancário	67	11.588	-2.573	-3.001	-3.097	-4.332	-10.521
BCRA	762	10.743	-1.808	-868	-1.990	-2.898	-10.400
Outras entidades financeiras	-695	845	-765	-2.133	-1.107	-1.434	-121
Setor Público não Financeiro	8.258	-3.385	3.618	4.640	4.952	3.413	3.132
Governo Nacional	7.414	-2.923	3.683	4.738	5.078	3.387	2.956
Governos Locais	1.276	-59	237	167	191	285	505
Empresas e outros	-433	-404	-302	-265	-317	-259	-329
Setor Privado Não Financeiro	305	-13.798	-12.856	-4.882	-156	3.842	1.730
Erros e Omissões Líquidos	-196	-2.864	-1.831	-1.281	131	218	1.000
Variação de Reservas	-439	-12.083	-4.516	3.581	5.319	8.857	3.530
Reservas Internacionais	-424	-12.005	-4.437	3.643	5.527	8.431	3.960
Ajuste por tipo de passe	15	79	79	62	208	-426	430
ITEM DE MEMORANDUM							
Importações CIF	25.281	20.320	8.990	13.851	22.445	28.689	34.151

Fonte: Ministério da Economia