

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 68

**O PLANO CAVALLO:
UMA AVALIAÇÃO PRELIMINAR**

Cláudio Gontijo

Fevereiro de 1994

Ficha catalográfica

338.22(82) Gontijo, Cláudio.

C641p O Plano Cavallo: uma avaliação
1994 preliminar. - Belo Horizonte : CEDEPLAR/
UFMG, 1994.

44p. (Texto para discussão; n.68).

1. Argentina - Política econômica. I.
Universidade Federal de Minas Gerais.
Centro de Desenvolvimento e Planejamento
Regional. II. Título. III. Série.

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CENTRO DE DESENVOLVIMENTO E PLANJEJAMENTO REGIONAL

**O PLANO CAVALLO: UMA AVALIAÇÃO
PRELIMINAR**

Cláudio Gontijo

Diretor do Centro de Estudos Econômicos
da Fundação João Pinheiro
Professor do CEDEPLAR e do Departamento
de Ciências Econômicas da FACE/UFMG

**CEDEPLAR/FACE/UFMG
BELO HORIZONTE
1994**

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	7
2	O GOVERNO MENEM E A AMEAÇA DA HIPERINFLAÇÃO	8
3	O RETORNO AO LIBERALISMO	12
4	O PROCESSO DE PRIVATIZAÇÃO	15
5	A ABERTURA COMERCIAL	19
6	A ESTABILIDADE RELATIVA: MARÇO-NOVEMBRO DE 1990	20
7	O PLANO CAVALLO	21
8	RECUPERAÇÃO ECONÔMICA E REFLUXO INFLACIONÁRIO	23
9	O PLANO CAVALLO E AS FINANÇAS PÚBLICAS	26
10	O PLANO CAVALLO E A INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA	28
11	O PLANO CAVALLO E O BALANÇO DE PAGAMENTOS	30
12	AS CONTRADIÇÕES DO PLANO CAVALLO	36
13	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	42

1 INTRODUÇÃO

Em abril de 1991, após um longo período de turbulência macroeconômica, a Argentina implementou um novo e arrojado programa de estabilização - o chamado Plano Cavallo. Como se sabe, o Plano revelou-se um sucesso em suprimir, de forma rápida, o processo inflacionário. Contudo, a sua implementação tem gerado tensões cujo desenlace permanece incerto, de forma que perduram dúvidas a respeito do caráter sustentável do processo resultante, caracterizado por crescimento econômico com estabilidade de preços. Caso o sucesso inicial perdure, o Plano terá terminado com um período de instabilidade de mais de 16 anos, tornando-se um exemplo de como controlar o processo inflacionário de forma eficiente e sem recessão e desemprego. Caso fracasse, o Plano deixará, certamente, um rol de lições extremamente valiosas, cujo estudo será útil para que não se repitam os erros porventura identificados.

O objetivo deste artigo é fazer um balanço, ainda que preliminar, da experiência argentina recente, cristalizada no Plano Cavallo, discutindo as razões de seu sucesso inicial, as tensões acumuladas, assim como o seu desenlace provável. O caráter preliminar da análise decorre do curto espaço de tempo decorrido desde a implementação do Plano, o que impede um julgamento definitivo. Contudo, o período de tempo já é suficientemente longo de forma a permitir a visualização de algumas das tendências centrais da evolução econômica recente, fornecendo elementos para uma discussão proveitosa sobre as condições e custos da estabilidade de preços.

Este artigo divide-se em 12 seções. Na seção 2, descreve-se o desenvolvimento da conjuntura econômica argentina entre o Plano Primavera, lançado ainda no Governo Alfonsín, em fevereiro de 1990, quando houve a última onda hiperinflacionária no país. Na seção 3 discute-se o retorno do liberalismo no país, com o desprestígio da ideologia nacional-desenvolvimentista. Segue-se a descrição do processo de privatização, na seção 4, e de liberalização comercial, na seção seguinte. A seção 6 discute o período de estabilidade relativa, que se estende de março a novembro de 1990. Segue-se, na seção 7, a apresentação do Plano Cavallo, assim como do contexto macroeconômico em que foi gerado. A seção 8 descreve os efeitos do Plano no que diz respeito ao crescimento econômico e à inflação. Na seção 9 apresentam-se os seus impactos nas finanças públicas, enquanto que na seção seguinte discutem-se os seus efeitos no que diz respeito ao crédito e à intermediação financeira. Quanto aos efeitos do Plano no balanço de pagamentos, estes são discutidos na seção 11. Finalmente, na seção 12 realiza-se um balanço do Plano Cavallo, discutindo-se as suas contradições internas.

2 O GOVERNO MENEM E A AMEAÇA DA HIPERINFLAÇÃO

A eleição do candidato opositor, Carlos Menem, a 14 de maio de 1989, deu-se num contexto de profunda crise política e econômica, que desembocara numa onda hiperinflacionária causada pela fuga do austral em direção ao dólar.

As raízes dessa radicam-se no fracasso do chamado "Plano Primavera", última tentativa do governo Alfonsín de estabilizar os preços. Preparado através de desvalorizações cambiais e aumentos de tarifas públicas, que haviam levado a inflação a 30% nos dois meses anteriores, o novo programa de estabilização foi lançado em agosto de 1988, contemplando um "pacto" entre governo e associações empresárias, assim como o estabelecimento de duas taxas de câmbio - a taxa de câmbio para exportações (comercial) e a taxa que regulava as transações financeiras e as importações (financeira). Neste regime dual o câmbio comercial era administrado pelo Banco Central, enquanto que o câmbio financeiro fluía dentro de limites determinados pelo Banco Central (câmbio flutuante "sujo").

Inicialmente, o plano foi bem sucedido, com a inflação caindo para 5,7% em novembro. Contudo, o retorno de taxas de inflação ascendentes, a partir de dezembro, assim como os aumentos salariais e o reaparecimento do déficit público - consequência do aumento do serviço da dívida interna resultante das altas taxas de juros - levaram a uma desconfiança crescente a respeito da sustentabilidade da paridade cambial. À medida em que se difundia a percepção de que o governo poderia abandonar a sustentação da taxa de câmbio, crescia o risco de se manter ativos em moeda nacional, levando a uma dolarização cada vez maior da economia, com a progressiva rejeição do austral. A princípio de 1989 surgiram notícias sobre dificuldades nas negociações da Argentina com os organismos multilaterais. Em janeiro, o Banco Central apertou ainda mais a política monetária, de forma a sustar a perda de reservas, mas sem sucesso. Finalmente, em fevereiro de 1989 ocorreu uma corrida ao dólar, forçando o Banco Central a deixar o câmbio flutuar, depois de haver perdido quase um bilhão de dólares de reservas.

Com a retirada do Banco Central do mercado, o dólar subiu 60%, mas isso não deteve, de todo, a fuga de capitais. A perspectiva de vitória do candidato peronista, depois confirmada nas urnas, veio reforçar esse processo¹. De fato, antes de eleito, Menem era visto como uma ameaça, não apenas por parte do empresariado argentino, mas inclusive pela comunidade financeira internacional, particularmente pelo Tesouro americano e pelo Banco Mundial². No momento em que se deu a sua

1. O peronismo estava associado, desde muito, à intervenção do Estado na economia, à prioridade ao mercado interno em relação ao comércio externo e ao atendimento das reivindicações trabalhistas, vistos, então, pelo empresariado argentino e pela comunidade financeira internacional como importantes vícios a impedir quer uma estabilização quer a continuidade do processo de crescimento econômico.

2. A desconfiança para com o peronismo em geral, e para com Menem, em particular, levou o governo americano, em particular a James Baker, a apoiar o governo Alfonsín e o candidato do partido radical, Eduardo Angeloz. Esse apoio veio através de um crédito-ponte de US\$500 milhões, seguido por um outro de US\$1,25 bilhão, concedidos pelo Tesouro dos EUA e o Banco Mundial, logo no início do "Plano Primavera", num momento em que o FMI mostrava-se reticente em suportar o esforço argentino.

eleição, a inflação acelerava rapidamente e os supermercados dos subúrbios de Rosário e Buenos Aires eram saqueados. O *hot money* que havia entrado no país, atraído pelas altas taxas de juros de fins de 1988 e princípios de 1989, procurava, agora, deixar rapidamente a Argentina, enquanto que os próprios argentinos procuravam refúgio no dólar, abandonando o austral.

Para fazer face à crise hiperinflacionária, o novo presidente, logo após a sua posse, antecipada com a renúncia de Alfonsín, tomou uma série de medidas. Em primeiro lugar, tratou de mudar a sua imagem junto ao capital doméstico e internacional, de forma a ganhar a sua confiança. Nesse sentido, Menem visitou a Bunge y Born, multinacional argentina tradicionalmente considerada com desconfiança pelos políticos populistas, dada a crença de que especulava contra os interesses econômicos nacionais, e convidou um de seus executivos para o Ministério da Economia. Em seguida, declarou-se partidário da economia "popular" de mercado, rompendo com a doutrina peronista a favor do intervencionismo estatal e de uma economia "voltada para dentro".

Embora essas medidas simbólicas fossem importantes, contribuindo para a mudança da imagem do novo presidente, eram claramente insuficientes para deter a fuga de capitais e reverter a rejeição à moeda nacional. Numa situação de desequilíbrio orçamentário, sem poder contar com crédito externo e interno, o governo argentino tinha de demonstrar energia e vontade para controlar o processo inflacionário. E essa foi a mensagem do Plano BB (Bunge e Born), lançado em julho, o qual promoveu um ajuste fiscal (eliminação dos subsídios à promoção industrial e aumento das tarifas públicas) e uma forte desvalorização cambial, para depois congelar preços e a taxa de câmbio. De mais a mais, o Plano contemplou a realização de profundas reformas estruturais - a chamada Reforma do Estado, que definiu mecanismos para a privatização acelerada das empresas estatais e a concessão de serviços de utilidade pública, e a Reforma Tributária, que previa a generalização do imposto sobre o valor adicionado (IVA) e a redução e simplificação do imposto sobre lucros.

Como no caso do Plano Primavera, o Plano BB foi muito bem sucedido no curto prazo. O seu anúncio provocou um rápido refluxo da fuga de capitais, estabilizando-se o mercado cambial, ao mesmo tempo em que caíam as taxas de juros. A aceleração inicial do processo inflacionário, consequência da desvalorização cambial, viu-se rapidamente ultrapassada, com o ritmo de elevação dos preços ao consumidor caindo para 6% ao mês em outubro e novembro.

QUADRO 1

INDICADORES MENSIS DE POLÍTICA ECONÔMICA POR TRIMESTRE ARGENTINA, 1988-1992 (% - valores reais)

TRIMESTRES		SALÁRIO REAL INDUSTR. (1)	SALÁRIO REAL MÉDIO (1)	TARIFAS SERVIÇO PÚBLICO (1)	CÂMBIO REAL EXPORT. (2)	OFERTA REAL MOEDA (2)	TAXA	JUROS
							Inter. (2)	Desc. (2)
1988	1º Trim.	-3.0	-6.1	-0.1	-2.6	-2.5	1.1	...
	2º Trim.	-4.3	-5.8	0.7	-5.1	-9.9	0.4	...
	3º Trim.	-0.5	4.3	-1.7	-14.8	-5.1	-0.3	...
	4º Trim.	6.6	13.1	-0.1	-2.8	10.5	3.6	...
1989	1º Trim.	-2.0	-16.7	-3.5	-0.5	4.8	-2.1	0.2
	2º Trim.	-18.0	-52.1	-25.4	22.5	-26.7	-7.8	-16.3
	3º Trim.	3.4	63.9	37.0	-20.5	4.0	-0.2	5.7
	4º Trim.	9.2	-6.4	-3.3	14.4	19.6	-11.8	-14.0
1990	1º Trim.	2.1	4.6	-2.0	20.0	-21.1	52.3	16.5
	2º Trim.	27.1	24.0	6.7	-27.5	18.0	0.5	7.3
	3º Trim.	-3.7	-3.3	6.9	-15.1	-0.6	1.3	6.7
	4º Trim.	5.3	2.2	-0.2	-23.1	14.0	2.5	8.1
1991	1º Trim.	-12.7	-8.9	-3.1	20.6	18.1	-1.4	6.2
	2º Trim.	4.1	3.4	0.8	-7.8	25.7	-1.0	2.2
	3º Trim.	1.1	0.7	-0.2	-3.5	9.1	0.2	3.5
	4º Trim.	3.4	1.7	1.1	3.5	16.0	0.2	1.5
1992	Média M.	-0.4	...	...	-5.8	5.3	...	...

FONTE: CEPAL (1991, 1992, 1993). *Boletim Econômico de América Latina y el Caribe*. Santiago: CEPAL, 1991, 1992, 1993.

GONZALEZ, G. (1993). O sistema financeiro na Argentina. *Conjuntura Econômica*, junho, p. 82-3.

(1) Deflacionados pelo IPC.

(2) Deflacionada pelo IPA.

(3) O câmbio de exportação inclui o efeito de impostos.

Contudo, uma vez mais, a nova tentativa de estabilização mostrou carecer de condições de sustentabilidade. A inflação residual, todavia apreciável, foi deteriorando o valor real das tarifas públicas e da taxa real de câmbio, restabelecendo, pouco a pouco, a desconfiança no mercado cambial. De mais a mais, embora o Tesouro obtivesse superávit primário a partir de setembro, o serviço da dívida interna continuou crescendo, alimentado pela política de esterelização dos saldos do balanço de pagamentos pelo Banco Central. Por outro lado, a taxa nominal de juros sobre os depósitos a prazo, embora inferior à taxa de inflação, implicava uma elevada remuneração em moeda estrangeira, em razão da manutenção de uma taxa fixa de câmbio. Como consequência do aumento da oferta de "moeda", resultante dos saldos do balanço de pagamentos, e da expansão do valor dos depósitos a prazo, em dólares, foi-se avolumando, de forma sistemática, os recursos líquidos capazes de se dirigir ao mercado cambial.

QUADRO 2
INDICADORES ECONÔMICOS TRIMESTRAIS
ARGENTINA
1988-92

TRIMESTRES		TAXA CRESCIM. PIB (%)	NÍVEL EMPREGO	TAXA DESEMPREGO (%)	INFLAÇÃO MENSAL	
					IPC (%)	IPA (%)
1988	1° Trim.	2.8	5.5	...	13.9	11.4
	2° Trim.	-0.7	-3.3	6.3	21.3	17.0
	3° Trim.	5.6	-4.1	...	20.6	21.4
	4° Trim.	-6.9	0.7	5.7	4.7	7.2
1989	1° Trim.	-3.9	1.7	...	11.3	11.8
	2° Trim.	-9.4	-6.8	7.6	96.1	72.2
	3° Trim.	-5.6	-7.5	...	50.9	64.8
	4° Trim.	1.4	4.4	7.0	15.4	16.4
1990	1° Trim.	-5.3	8.3	...	72.2	78.2
	2° Trim.	-0.3	-8.6	8.8	7.8	13.0
	3° Trim.	3.4	-1.2	...	9.9	13.9
	4° Trim.	2.5	3.5	6.0	1.3	6.2
1991	1° Trim.	...	...	...	14.9	15.1
	2° Trim.	...	...	6.3	3.8	1.2
	3° Trim.	...	...	...	1.9	0.1
	4° Trim.	...	...	5.3	0.8	-0.4
1992	1° Trim.	...	...	6.7 ⁽²⁾	1.4	...

FONTE: CEPAL (1991, 1992, 1993). *Boletim econômico de América Latina y el Caribe*. Santiago: CEPAL, 1991, 1992, 1993. Santiago: CEPAL, 1991.

(1) Taxa de desemprego nas principais áreas urbanas.

(2) Outubro.

A partir de outubro, as tentativas de minörar as pressões sobre o câmbio através da elevação da taxa de juros mostraram-se inoperantes e em novembro o Banco Central já havia perdido US\$ 375 milhões na defesa da estabilidade cambial. Por outro lado, a alta das taxas de juros impactava a dívida interna, cujo serviço passava a onerar de forma alarmante o Tesouro, aumentando o déficit operacional. Em princípios de dezembro a situação era claramente insustentável, e a desvalorização da taxa de câmbio, o reajuste das tarifas públicas e a extensão forçada dos prazos dos bônus do Tesouro, contribuíram para desencadear nova onda hiperinflacionária, com a renovação da fuga de capitais e a rejeição à moeda nacional. A crise produziu, finalmente, a queda do Ministro da Economia, Nestor Rapanelli, e sua substituição por Erman González.

A nova equipe econômica trabalhou rapidamente. Para normalizar o mercado cambial, anunciou-se, a 18 de dezembro, a sua completa liberalização, deixando que a taxa de câmbio flutuasse livremente. Ao mesmo tempo, eliminaram-se os controles de preços. De modo a impedir que a dramática elevação

da taxa de juros - consequência do clima de desconfiança generalizada - resultasse no desequilíbrio das contas do Tesouro, que a existência de uma grande massa de ativos quase líquidos voltasse a ameaçar a estabilidade cambial no futuro, e para reduzir os custos do Banco Central, que remunerava os depósitos compulsórios, lançou-se o chamado Plano Bonex.

O Plano Bonex consistiu na conversão compulsória dos depósitos a prazo (em geral, 7 dias), em bônus ao portador, denominados em dólares (chamados Bonex 89), com dez anos de prazo e três de carência. Concretamente, o que ocorreu foi o seguinte: o Banco Central converteu as suas reservas remuneradas, que representavam depósitos dos bancos comerciais, em bonus. Os bancos, por sua vez, cancelaram as suas obrigações para com os depositantes, repassando-lhes os títulos recebidos do Banco Central.

A medida deteve a onda hiperinflacionária iniciada em dezembro, provocando forte aperto de liquidez e abrupta apreciação cambial em janeiro de 1990, com um mercado francamente vendedor de divisas. Contudo, a trégua seria de curta duração e a profunda desconfiança no austral levou o público, mas uma vez, a buscar refúgio no dólar. A rejeição à moeda nacional, por sua vez, reconduziu a economia a novo surto hiperinflacionário.

Desta feita, contudo, a própria onda hiperinflacionária teria fôlego curto. Em fins de fevereiro, as empresas observaram que precisavam de moeda nacional para pagar salários e impostos, de modo que tiveram de vender dólares para transformá-los em austrais. Como resultado, a taxa de câmbio voltou a elevar-se, contrariando as expectativas inflacionárias, que se esfumaram rapidamente. A taxa de câmbio estabilizou-se, a partir de então, e a inflação declinou pouco a pouco, atingindo apenas 4,7% em novembro.

3 O RETORNO AO LIBERALISMO

Desde a subida ao poder de Carlos Menem, a Argentina ingressou num ambicioso processo de reformas estruturais, destacando-se a privatização das empresas estatais e a liberalização dos mercados, particularmente do comércio externo.

O processo de privatização iniciou-se através da Lei da Reforma do Estado (Lei nº 23.696 sancionada em outubro de 1989), que regulamentou, entre outras coisas, a venda nas empresas estatais, a concessão de serviços de utilidade pública e a capitalização dos títulos da dívida externa, e da Lei de Emergência Econômica (Lei nº 23.696 sancionada em outubro de 1989), que regulamentou, entre outras coisas, a venda nas empresas estatais, a concessão de serviços de utilidade pública e a capitalização dos títulos de dívida externa, e da Lei de Emergência Econômica (Lei nº 23.697), que estabeleceu a igualdade de tratamento entre o capital nacional e o capital estrangeiro.

Esses documentos legais representaram uma ruptura radical com a estratégia de desenvolvimento perseguida pela Argentina desde os anos 30 quando, por força da Grande Depressão, o Estado iniciou a sua trajetória intervencionista. A sua aprovação pôs termo a quase 60 anos de vigência do modelo de desenvolvimento por substituição de importações, voltado "para dentro" e alicerçado no intervencionismo estatal, com a sua substituição por um modelo de desenvolvimento de caráter liberal, baseado no "livre funcionamento das forças de mercado" (isto é, na ação do setor privado) e voltado "para fora".

O liberalismo argentino remonta ao período de vigência do "modelo primário exportador" (1850-1930), quando o país experimentou as mais altas taxas de crescimento da sua história. Embora não existam dados sobre a expansão econômica antes de 1900, sabe-se que entre 1850 e 1900 as exportações argentinas ascenderam de 35 a 460 milhões de dólares, correspondendo a uma taxa anual de 5,3%. A partir de 1900 estão disponíveis estimativas da CEPAL, as quais revelam que o produto interno bruto cresceu a uma taxa anual de 5,1% entre 1900-04 e 1925-28. Como o aumento da população entre 1869 e 1929 foi de 3,2% ao ano, tem-se que o PIB per capita expandiu-se a um ritmo anual entre 1,8 e 2,1% no mesmo período - uma taxa realmente excepcional, correspondendo ao crescimento dos Estados Unidos (Ferrer, 1981, p.143-4).

Com a crise dos anos trinta, ruíu o "modelo primário exportador", sendo substituído, a exemplo do que ocorreu com o resto da América Latina, pelo "modelo de substituição de importações". A mudança de estratégia, no entanto, não parece ter sido o resultado de uma postura teórica definida, antes "parece ter sido fruto de um acidente histórico" (Ramos, 1993, p. 63). A *posteriori*, a descrença nos mecanismos automáticos de mercado e na sua capacidade de gerar um processo de crescimento rápido e autosustentado, assim como o intervencionalismo e a regulação estatais, encontrariam sua justificativa teórica no modelo cepalino, que representava uma tentativa de aplicar a economia keynesiana ao problema do subdesenvolvimento. O novo pensamento teórico constituir-se-ia nas bases da ideologia nacional-desenvolvimentista que criou raízes na Argentina, encontrando no peronismo uma das correntes políticas que a incorporaria em seu programa.

A vitória do nacional-desenvolvimentismo não significou, no entanto, o desaparecimento do liberalismo na Argentina depois de 1930. Antes pelo contrário, os grupos beneficiários do "modelo primário exportador", particularmente os exportadores de produtos primários, os comerciantes ligados ao comércio exterior e o capital financeiro privado, mantiveram-se sempre fiéis ao credo liberal³. Também os militares nunca viram com bons olhos alguns dos aspectos da ideologia desenvolvimentista, em particular o seu "pacto social" implícito, no qual os trabalhadores eram uma peça importante; a inflação crônica, efeito da forma de financiamento do estado e das desvalorizações cambiais recorrentes,

3. Não se esqueça que o funcionamento do "modelo de substituição de importações" implicava na transferência de recursos, através dos mecanismos cambiais e tributários, do setor agrícola-exportador para o setor industrial.

consequência do constante estrangulamento externo; e a corrupção, vista como resultado do papel chave da burocracia estatal na alocação de recursos.

O relativamente fraco desempenho do "modelo de substituição de importações" na Argentina - consequência, talvez, da relativa estreiteza de seu mercado interno - veio minar, pouco a pouco, a sua popularidade⁴. Na realidade, a economia argentina não teve um desempenho medíocre depois de 1930 e o relativo estancamento do comércio internacional durante entre aquela década e durante a Segunda Guerra mundial, aliado às restrições à importação de produtos dos países subdesenvolvidos pelos países centrais, que se estendeu até meados da década dos sessenta, justificaram plenamente a adoção do "modelo", que talvez tenha representado a única alternativa possível para os países da América Latina⁵. Contudo, a taxa média de crescimento da economia argentina - de 3,7% ao ano entre 1945 e 1975 -, embora garantisse uma expansão média anual da renda per capita de 2%, era claramente inferior ao conjunto da América Latina, que se expandiu a um ritmo de 6,2% ao ano no mesmo período.

A 24 de março de 1975, as Forças Armadas, diante da "desordem" causada pelo peronismo, com seu forte movimento sindical, corrupção difusa e populismo arraigado, da crise do balanço de pagamentos, do aprofundamento da recessão e da aceleração do processo inflacionário, assim como da aparente baixa eficiência da indústria nacional, tomaram o poder, colocando no comando do Ministério da Economia um expoente do liberalismo monetarista - o empresário Martinez de Hoz. O projeto das Forças Armadas era o de estabilizar a economia, acabar com a corrupção, "disciplinar" as classes sociais e melhorar o desempenho geral da economia, acelerando o crescimento (Canitrot, 1980). Contudo, o fracasso da política de Martinez de Hoz, que conduziu a Argentina a uma crise sem precedentes, em 1981, minou o projeto liberal-militar e permitiu a restauração, pelo menos provisória, do projeto nacional-desenvolvimentista⁶.

Durante a década de 80, no entanto, a crise da dívida externa e a incapacidade dos governos dos países devedores de articular uma negociação conjunta solaparam as condições favoráveis à continuação desse projeto. No caso argentino, o país, que recebia, em média, cerca de 2% do PIB em recursos externos, passou a transferir ao exterior, anualmente, cerca de 4%. Como o setor público teve que absorver o grosso dos custos dessa transferência, faltaram recursos para o financiamento de seus gastos. Isso feriu de morte o modelo nacional-desenvolvimentista - a elevada taxa de inflação e a queda dos investimentos estatais reduziram a taxa de crescimento econômico, enquanto que a conseqüente instabilidade levava o desalento ao setor privado e à fuga de capitais. A progressiva deterioração do

4. O mito dominante no país - talvez consequência do acelerado crescimento entre 1880 e 1930 - é de que o país é intrinsecamente muito rico, e destinado a ocupar uma posição de destaque no mundo, particularmente na América Latina. O lento processo de expansão econômica depois de 1930 frustrou essa "vocaçao", e a Argentina veio perdendo posições, em especial em relação ao Brasil.

5. Para uma discussão interessante sobre esse assunto, veja-se Ramos, 1993.

6. A respeito da política econômica sob o comando de Martinez de Hoz, veja-se Gontijo, 1993c.

aparelho de estado, que se havia iniciado nos órgãos de administração direta, logo atingiu as agências de desenvolvimento e planejamento, chegando, finalmente, às empresas estatais, que passaram a ser usadas, de forma crescente, como instrumentos de ajuste.

O estancamento econômico, a instabilidade inflacionária e a deterioração dos serviços públicos, num contexto de hegemonia do capital financeiro em escala mundial, de rápido crescimento do comércio internacional, de declínio e, finalmente, colapso do projeto do socialismo de estado e de crescente prestígio do liberalismo nos países desenvolvidos, conduziram ao descrédito o projeto nacional-desenvolvimentista, assim como a sua base econômica - o processo de desenvolvimento por substituição de importações.

Não é sem razão, pois, que, quando Menem propôs privatizar as empresas públicas, desregular a economia e diminuir o tamanho do Estado, não encontrou resistências de monta. Os argentinos temiam que, por falta de mudanças, o país corresse o risco de continuar a retroceder.

4 O PROCESSO DE PRIVATIZAÇÃO

Ao contrário do que ocorreu durante o ensaio liberal de Martinez de Hoz, quando não se tentou nenhum processo mais amplo de privatização, o governo Menem empenhou-se, desde o seu início, na implementação de um programa de privatização que seria um dos mais ambiciosos em termos do número de empresas vendidas, de concessões efetivadas e na rapidez com que foi executado.

Efetivamente deslanchado em 1990, o programa implicou na venda de 33 empresas, na concessão de 19 serviços e na realização de 86 contratos petrolíferos em regime pactual no espaço de apenas três anos. Segundo Gonzalez (1993), a sua implementação deu-se em duas fases distintas. Na primeira, que se estende até março de 1991, a precária situação fiscal do governo argentino tornou o programa de privatizações uma importante fonte de recursos financeiros, permitindo cobrir parte do déficit orçamentário. Para tornar as privatizações atraentes, o governo, em regra, aumentava o valor real das tarifas correspondentes, antes da transferência da empresa para o setor privado, reduzindo os impostos internos sobre ela e mantendo o monopólio legal, quando esse era o caso.

As primeiras privatizações encetadas pelo governo Menem foram a da Empresa Nacional Telefônica (ENTEL) e da Aerolíneas Argentinas. O caso da primeira é paradigmático, pois revela como o nacionalismo argentino foi sendo carcomido pelo mau funcionamento do sistema. Na medida em que as tarifas, devido ao seu uso como instrumento de controle inflacionário, foram sendo corrigidas abaixo da inflação e o próprio Estado, em razão da transferência de recursos ao exterior e do aceleração inflacionário, diminuía o seu aporte de recursos à Empresa, reduziam-se os seus investimentos em expansão e modernização da rede. A própria política de controle salarial, por outro lado, reduzia não somente a eficiência dos serviços mas também o comprometimento dos empregados para com a

companhia. Com o tempo, a rede telefônica tornou-se obsoleta, com pequeno número de localidades ligadas à rede de DDI, altos índices de chamadas equivocadas e telefones quebrados. Proliferaram, inclusive, as ligações clandestinas, instaladas pelos próprios funcionários da ENTEL. Conforme salienta Casas (1993, p. 131), "a ineficiência suprema do sistema telefônico foi provavelmente o que mais colaborou para a mudança de mentalidade dos argentinos em relação a nacionalismo, intervencionismo e estatismo".

Após tomar-se a decisão de privatizar, dividiu-se o país em dois, garantindo-se o monopólio por quinze anos para as empresas que vencessem a concorrência. Na zona sul, venceu a Telefônica de Espanha, enquanto no norte vencia a Bell Atlantic, mas essa companhia não conseguiu reunir os recursos em tempo hábil, perdendo a concessão, que passou a um consórcio formado pela STET, France Telecom e a J.P. Morgan. Como resultado dessas operações, venderam-se 60% das ações da ENTEL em 1990, o que rendeu US\$214 milhões em dinheiro e US\$5.000,00 milhões em títulos da dívida interna.

O caso da privatização da Aerolíneas Argentinas foi ainda mais conturbado. O único grupo que se apresentou durante a licitação foi um consórcio entre a Ibéria e empresários ligados à companhia argentina de navegação aérea, Austral. A compra de 85% das ações da empresa foi paga com US\$142 milhões de bônus do Tesouro argentino, que cotizavam 63%, e US\$1,6i bilhão em títulos da dívida. No entanto, os avais bancários apresentados pelos sócios argentinos foram rejeitados, o que resultou na transferência de 19% sobre o total por eles subscrito para um banco espanhol, em comissão.

Outra companhia privatizada em 1990, ainda que parcialmente, seria a estatal petrolífera argentina, YPF. A empresa foi transformada em sociedade anônima, concedendo-se a exploração dos poços menores às antigas empreiteiras, que se transformaram em concessionárias. No caso das reservas maiores, autorizou-se a exploração conjunta entre concessionários privados e a YPF, com a correspondente repartição do petróleo obtido.

QUADRO 3
PRINCIPAIS PRIVATIZAÇÕES E CONCESSÕES
ARGENTINA, 1990-92

ANO	SETOR/EMPRESA	TIPO DE TRANSFERÊNCIA	VALOR (US\$ milhões)	
			DINHEIRO	TÍTULOS
1990	Canais de TV	Concessão por 15 anos	13.9	-
	Estradas	Concessão de 10.000 km (100 por ano) de rodovias federais	100/ano	-
	Petroquímico	Venda de 30%	45.7	130.2
	Petróleo	Concessão de 37 áreas marginais	256.9	-
	Telefonia (Entel)	Venda de 60%	214.0	5000.0
	Aerolíneas Argentinas	Venda de 85%	260.0	1610.0
1991	Emissoras de rádio	Concessão de 6 rádios	...	...
	Petróleo	Assoc. 5 áreas centrais	858.5	-
	Petróleo	Concessão de 22 áreas marginais	140.5	-
	Turismo	Venda de um hotel	3.7	12.0
	Ferrovias	Concessão Rosário-Bahia Blanca	...	...
	Telefonia (Entel)	Venda de 30% das ações	830.0	-
	Tandanor	Venda de um estaleiro	59.8	-
1992	Petróleo	Assoc. 7 áreas centrais	464.8	-
	Petróleo	Venda de refinaria	64.1	-
	Petróleo	Concessão de 27 áreas marginais	67.1	-
	Entel Telecom.	Venda de 30% das ações	1226.9	-
	Eletricidade	Venda de 60% de 7 centrais	252.9	80*
	Eletricidade	Venda de 51% distribuição	65.0	1012.9*
	Petroquímica	Venda de 39% de uma fábrica	7.3	-
	Ferrovias	Concessão de 3 linhas e um ramal (12.849.5 km)	...	...
	Portos	Concessão de 2 e venda de 1 elevador	6.0	-
	Gás	Transporte, venda de 70%	128.0	447.4
	Gás	Distribuição, venda entre 60 e 90%	172.0	1102.7
	Hipódromo	Concessão	61.5	-
	Mercado Agrícola	Concessão por 10 anos	12% da renda	-
	Siderurgia	Venda de 1 siderurgia e 1 alto forno	143.3	41.8
	Saneamento	Concessão por 10 anos	...	...

FONTE: GONZALEZ, G. O processo de privatização na Argentina. *Conjuntura Econômica*, março de 1993, p. 73-6.

* Valor equivalente efetivo no momento de transferência.

Ao todo, foram vendidas 6 empresas e dados em concessão 9 serviços nessa primeira fase, o que rendeu US\$790 milhões em dinheiro vivo e US\$6,7 bilhões em títulos da dívida, correspondendo a mais de 10% do estoque existente e 1% do PIB.

A segunda fase do programa de privatização na Argentina coincidiu com a implementação do Plano Cavallo. Ainda segundo Gonzalez (1993), essa fase foi caracterizada por uma menor preocupação com os rendimentos do processo, em termos de recursos, e com uma maior preocupação com a sua eficiência alocativa. Estabeleceram-se maiores requerimentos, em termos de investimentos, para as empresas compradoras/concessionárias, assim como impuseram-se regulações mais estritas. A bolsa de valores passou a ser mais utilizada como instrumento de privatização. Ao todo, foram vendidas 27 empresas estatais em 1991 e 1992, realizando-se 58 contratos petrolíferos e 17 empresas/serviços anteriormente em poder do Estado foram dados em concessão. Nesses dois anos o programa rendeu US\$4.551,4 milhões em dinheiro e US\$53,8 milhões em títulos da dívida (valor nominal).

QUADRO 4
PRIVATIZAÇÕES
ARGENTINA, 1990-92

	1990	1991	1992	TOTAL
Empresas Vendidas	6	2	25	33
Concessões não-petróleo	3	7	9	19
Petróleo				
Concessões	37	22	27	86
Contratos de Associação	0	5	4	9
Ingressos (US\$ milhões)				
Em dinheiro	709.5	1892.5	2658.9	5341.9
Em títulos de dívida	6740.2	12.0	41.8	6794.0
Total - Valores Nominais	7449.7	1904.5	2700.7	12135.9
- Valores Mercado	3322.4	1897.2	2675.1	7975.7

FONTE: GONZALEZ, G. O processo de privatização na Argentina. *Conjuntura Econômica*, março de 1993, p. 73-6.

5 A ABERTURA COMERCIAL

Durante o período Martinez de Hoz, a Argentina passou por um processo radical de eliminação das barreiras alfandegárias à importação. Essa experiência de liberalização iniciou-se em novembro de 1976, com a redução das tarifas de importação, que passaram a representar uma média ponderada de 50%, com a nova tarifa máxima atingindo 100%, enquanto a mínima era de 5%. A 20 de dezembro de 1978 esse processo de abertura comercial foi aprofundado, com o estabelecimento de um programa de redução tarifária que deveria culminar com uma tarifa média de 20% a partir de 1984. Contudo, esse programa seria suspenso em 1981, devido ao fracasso do programa monetarista de Martinez de Hoz e a dramática crise que se abateu sobre o país.

No período recente, o processo de abertura comercial reiniciou-se, na Argentina, ainda durante o governo Alfonsín, com a redução das barreiras não tarifárias. Como resultado, ainda em 1988 o valor da produção industrial sujeito a restrições caiu de 62 a 18%. Mas foi durante a administração de Menem que o processo ganharia velocidade e radicalismo.

Já em 1989, enunciou-se a intenção de reduzir as tarifas alfandegárias, cujo máximo atingia 65%, diminuindo também a dispersão dos impostos de importação. Em fins de 1990, substituiu-se o sistema de declarações juramentadas de importação (uma espécie de licença de importação) por um sistema de registro de importação. Em 10 de janeiro de 1991, por decisão do então Ministro da Economia, Erman González, as tarifas de importação baixaram a um nível praticamente uniforme de 11%. As exceções eram os aparelhos de tevê e outros aparelhos eletrônicos, assim como rolamentos, que conservaram alta proteção aduaneira. Também a importação de automóveis - exceto a troca de 10 mil unidades com o Brasil - ficou sujeita a altos impostos.

Com a subida de Cavallo ao Ministério da Economia e a implementação de seu programa antiinflacionário, consolidou-se a reforma liberalizante. Em março de 1991, eliminaram-se os direitos aplicados às exportações de produtos primários, com a exceção do girassol, da soja e do linho, que ficaram sujeitas à tarifa de 6%. Também modificou-se a sistemática de pagamento do reembolso aos exportadores, que passaram a ser denominados em moeda estrangeira. Finalmente, reduziu-se o prazo de devolução do IVA aos exportadores. Em abril, realizou-se nova redução das barreiras alfandegárias. Foram adotados três níveis tarifários: zero, para bens de capital e matérias-primas não produzidas no país, 11% para bens intermediários e 22%, para a maior parte dos bens de consumo, alguns dos quais (por exemplo, os produtos eletrônicos) ficaram gravados com uma tarifa mais elevada, de 35%. Mais tarde, aplicou-se um imposto de 5% aos artigos anteriormente liberados de impostos, elevando-se, ademais, a alíquota de 11% para 13%. Também as restrições quantitativas foram levantadas, com a exceção da importação de automóveis não produzidos no país, a qual ficou sujeita a um regime especial (incluindo-se uma cota de 8 mil automóveis, permitindo-se a sua importação de terceiros países). Aos

impostos de importação propriamente ditos somaram-se outros tributos menores, que representavam um adicional de 6%.

Finalmente, a Argentina assinou o tratado constitutivo do MERCOSUL com o Brasil, Paraguai e Uruguai, o qual contemplava o estabelecimento de preferências comerciais cada vez mais amplas, as quais terminariam com a total eliminação dos direitos aduaneiros e das restrições comerciais entre os países signatários em 1994.

6 A ESTABILIDADE RELATIVA: MARÇO - NOVEMBRO DE 1990

Como se viu na seção 3, em fevereiro de 1990 esboçava-se novo ensaio hiperinflacionário na Argentina. Diante dessa ameaça, o governo reagiu lançando, em março, um "pacote" de medidas de ajuste. Em primeiro lugar, promoveu-se novo ajuste fiscal: elevou-se a alíquota do IVA de 13 para 15,6%, estendendo-se a cobrança desse imposto sobre serviços; impôs-se um imposto adicional aos produtos exportados de maior importância; e estabeleceu-se uma cláusula de correção monetária no pagamento dos impostos. Paralelamente, estabeleceu-se um sistema de caixa única para as empresas públicas, sob a supervisão do Ministério da Economia; o número de secretarias e subsecretarias de Estado foi reduzida, tornando-se compulsória a aposentadoria dos funcionários com idade para jubilar-se; interveio-se no Banco Nacional de Desarrollo e no Banco Hipotecário Nacional; suspendeu-se o pagamento de reembolsos (subsídios) às exportações não tradicionais; prorrogou-se a suspensão do pagamento dos subsídios à promoção regional; restringiram-se os descontos do Banco Central; majoraram-se as tarifas públicas e os preços dos combustíveis.

Como consequência dessas medidas, da redução dos encargos da dívida interna resultante do Plano BONEX, da venda de concessões e de empresas estatais e da contenção dos dispêndios, as contas fiscais se recuperaram, permitindo-se um superávit primário mensal de aproximadamente US\$110 milhões no segundo trimestre do ano. Contudo, no terceiro trimestre houve uma deterioração da situação das finanças públicas, em razão da defasagem das tarifas públicas, de forma que, embora o setor público fosse superavitário, as empresas públicas tornaram-se deficitárias. Para corrigir os desequilíbrios, as tarifas foram reajustadas em agosto, seguindo-se, em setembro, um novo "pacote" de medidas fiscais, a saber: vincularam-se as empresas estatais ao Ministério da Economia; iniciou-se um programa visando reduzir em 15% a massa salarial dos organismos estatais; suspendeu-se o giro a descoberto dos encaixes bancários para pagamento de aposentadorias. Como resultado, restabeleceu-se o superávit fiscal, permitindo ao setor público obter, em 1990, um saldo positivo que, embora fosse apenas a metade do almejado, ainda era expressivo: 2% do PIB.

O retorno da confiança produzido pelo rápido processo de privatização, pelas medidas fiscais e pelo recuo do processo hiperinflacionário de fevereiro estancaram a fuga de capitais. Como a balança

comercial era altamente superavitária (saldos de US\$5.518 milhões em 1989 e de US\$8.237 milhões em 1990), a reversão do movimento de capitais⁷ permitiu a obtenção de vultosos saldos no balanço de pagamentos (superávit de US\$3.377 milhões em 1990 contra um déficit de US\$1.348 milhões em 1989).

A superação do período de desconfiança provocado pela conversão forçada de depósitos a prazo em títulos Bonex fez aumentar a demanda por moeda nacional, com os depósitos em austral voltando a crescer de forma significativa, alimentados pela expansão da "base monetária" resultante da acumulação de reservas cambiais: entre março e novembro o agregado M_3 cresceu 189% contra uma inflação acumulada de 119%.

Parecia, pois que, apesar dos problemas existentes, o governo conseguiria administrar a instabilidade macroeconômica, equilibrando o setor externo e as contas do setor público e reduzindo a inflação. Enfim, que a política econômica estava, gradativamente, tendo êxito em estabilizar a economia.

7 O PLANO CAVALLO

Após nove meses de relativa calma, a economia argentina entraria em nova fase de ebulição inflacionária. De fato, nos últimos dias de 1990, observou-se certa tensão no mercado cambial, consequência do atraso da taxa de câmbio, que havia sido reajustada sistematicamente abaixo da inflação interna nos últimos meses, acumulando uma defasagem de 53% em relação a março (câmbio de exportação), e de uma série de acontecimentos funestos e más notícias. No "front" político, Menem teve que enfrentar um levante dos *carapintadas*, esmagado a 3 de dezembro. No "front" fiscal, anunciou-se, para esse mesmo mês, um saldo negativo de US\$200 milhões, consequência do déficit previdenciário e do pagamento do décimo-terceiro salário. Em janeiro, a imprensa divulgou uma carta do embaixador norte-americano, Terense Todmam, reclamando das demoras e da necessidade de pagamento de propinas para que empresa americanas pudessem legalizar suas transações. A carta de Todmam ficou sem resposta por um mês, criando sérios constrangimentos para o governo Menem, que parecia incapaz de combater a corrupção. O episódio resultaria na reformulação do Ministério, com a remoção de Erman González da pasta da Economia, com sua substituição pelo chanceler Domingos Cavallo. Mas ainda em janeiro, soube-se que o Banco da Província de Buenos Aires não podia devolver os empréstimos interbancários que obtivera, o que colocava em dúvida a própria solvência do sistema bancário argentino.

7. A fuga de capitais revela-se nas rubricas "capital a curto prazo" e "erros e omissões". Somando-se esses dois itens obtém-se um resultado negativo de US\$2.245 milhões para 1989 e um saldo positivo de US\$3.904 milhões para 1990.

O atraso cambial, a revelação da corrupção na burocracia estatal, a turbulência política, com a queda de um Ministro da Economia que contava com a confiança do "mercado" e a crise de solvência do Banco da Província de Buenos Aires foram suficientes para desencadear novo movimento especulativo contra o austral e, ainda em janeiro, o Banco Central teve de intervir no mercado, vendendo dólares, sem que isso tenha sido suficiente para deter a desvalorização cambial.

Diante do recrudescimento da especulação cambial, a nova equipe econômica agiu com presteza. Em fins de janeiro, anunciou-se que o Banco Central iria deixar o câmbio flutuar numa faixa entre 8.000 austrais por dólar (limite que seria incrementado, poucos dias depois, a 9.000) e 10.000 austrais. Em fevereiro, realizou-se o ajuste das tarifas dos serviços públicos e adotou-se novo "pacote" tributário, com a elevação do imposto sobre débitos bancários e do IVA. Seguiu-se, em março, o lançamento do "Plano Cavallo".

Num certo sentido, o Plano Cavallo procura repetir a experiência do padrão-ouro, num momento em que a principal moeda a circular no mercado internacional é o dólar. A idéia é estabelecer uma taxa de câmbio austral/dólar fixa, a qual passaria a servir como "âncora" nominal para o nível de preços. O instrumento para evitar qualquer desvio sistemático entre o poder de paridade do peso e o seu valor nominal consiste na conversibilidade: qualquer diferença mais significativa entre o valor de mercado e o valor oficial da moeda argentina é anulada pelos mecanismos da arbitragem. De forma a garantir a conversibilidade e evitar que qualquer movimento especulativo altere o valor do austral em termos de dólares, um volume adequado de dólares é mantido como reservas. Finalmente, de modo a impedir que a inércia inflacionária cause uma rápida valorização da taxa real de câmbio, qualquer mecanismo de indexação está expressamente proibido.

Concretamente, a Lei nº 22.836, que aprovou o Plano, estabeleceu uma taxa de conversão de 10.000 austrais por dólar americano (taxa essa que correspondia, na verdade, à razão entre a base monetária, contabilizada em austrais, e as reservas cambiais do país, contabilizadas em dólares), taxa essa que o Banco Central estaria obrigado a honrar, comprando todos os austrais apresentados à conversão. Ainda de acordo com esse dispositivo legal, o Banco Central deverá "lastrear" a expansão da base monetária com reservas cambiais, mantendo-se a paridade acima. Ficou proibida toda forma de correção monetária a partir do dia 1º de abril, e toda a atualização monetária anteriormente acertada, mas com data de ajuste posterior a 1º de abril, poderia ser efetivamente realizada até o limite de 12% acima da desvalorização cambial entre maio de 1990 e o dia 1º de abril de 1991, não se estendendo além dessa data.

8 RECUPERAÇÃO ECONÔMICA E REFLUXO INFLACIONÁRIO

Os resultados do novo "choque" antinflacionário não se fizeram esperar. A desvalorização cambial e a elevação das tarifas públicas ocorridas em fevereiro - implementadas como uma preparação para o lançamento do Plano - provocaram forte aceleração inflacionária, com o índice de preços ao consumidor elevando-se em 27% ainda em fevereiro. A alta taxa de inflação e o relativamente fraco desempenho das receitas fiscais de fevereiro, que ficaram aquém das anteriormente previstas pelo Ministro Cavallo, prognosticavam como próxima a desvalorização do austral, provocando nova corrida ao dólar, a 1º de março.

Desta feita, contudo, o Banco Central tinha cacife elevado e, para a surpresa dos especuladores, bancou o jogo. A perda de US\$252 milhões naquela sexta-feira foi o suficiente para convencer o mercado, e a partir da segunda-feira seguinte, 4 de março, os especuladores passaram a vender dólares ao Banco, recebendo austrais à taxa máxima. Como resultado, em poucos dias o Banco Central havia não apenas recuperado as suas perdas, mas acumulado um lucro de US\$17 milhões, devido à diferença de câmbio.

A estabilização cambial teve efeitos imediatos sobre a inflação, a qual recuou, ainda em março, para 11,0%. Com a aprovação do Plano Cavallo a inflação recuou ainda mais. Em abril, primeiro mês de austral conversível, o índice de preços ao consumidor experimentou uma elevação de 5,5%, enquanto o índice de preços por atacado aumentava apenas 1,4%, prenunciando ulteriores quedas do ritmo de elevação dos preços dos bens de consumo. Nos últimos meses do ano, a taxa mensal de inflação havia caído abaixo de 1% e, depois de uma pequena elevação no primeiro trimestre de 1992, o ritmo inflacionário voltou a situar-se abaixo de 1% ao mês, de forma que a inflação acumulada nesse último ano depois do lançamento do programa foi de apenas 17,5%.

O anúncio do programa e o rápido refluxo da inflação influenciaram de forma positiva as expectativas, com a queda imediata da taxa de juros: a taxa de desconto (30 dias), que havia atingido, em média, 21,2% (taxa anualizada) no primeiro trimestre, caiu para 5,1% no trimestre seguinte, atingindo apenas 3% no último trimestre. Como a inflação caiu no mesmo período, a taxa real de desconto saiu de 6,2% no primeiro trimestre de 1991 para 1,5% no último, assinalando expressivo declínio (veja-se o Quadro 2). Também aumentou, aceleradamente, a oferta de câmbio, com a acelerada acumulação de reservas, obtidas, em sua maior parte, pela intensificação da entrada de capitais, iniciada ainda em 1990. O crescimento das reservas (que chegou a US\$2.630 milhões em 1991), o retorno da confiança e a queda da taxa de juros levaram, de forma acelerada, ao aumento do grau de monetização da economia e à expansão das operações a crédito, fazendo com que a relação "meios de pagamento"/PIB, que era de apenas 2,5% em 1990, saltasse para 4,4% em 1991 (Quadro 5). Outra consequência da queda da taxa de inflação e da consequente elevação da demanda interna foi o aumento da taxa de salário real, que cresceu 3,4% no segundo trimestre de 1991, após haver caído 8,9% no primeiro trimestre. Em particular, os salários industriais e o salário mínimo aumentaram significativamente durante 1991, conforme atesta o Quadro 5.

QUADRO 5
INDICADORES DE POLÍTICA ECONÔMICA
ARGENTINA
1988-92

ANOS	DÉFICIT/PIB (%)	"MOEDA"/PIB (%)	TAXA REAL JUROS (%)	SALÁRIO INDÚSTRIA REAL (%)	SALÁRIO MÍNIMO REAL (%)	CÂMBIO REAL (%)
1988	6.0	3.3	1.2	-5.5	-22.6	-10.9
1989	3.8	2.8	-6.6	-14.4	-55.0	-5.1
1990	3.8	2.5	9.7	-5.5	-4.5	2.0
1991	1.6	4.4	3.4	3.9	39.3	4.0
1992	0.1	7.6	...	-0.5	-14.3	...

FONTE: CEPAL (1991, 1992, 1993). *Boletim econômico de America Latina y el Caribe*. Santiago: CEPAL, 1991, 1992, 1993.
GONZALEZ, G. (1993). O sistema financeiro na Argentina. *Conjuntura Econômica*, junho, p. 82-3.

(1) Salário médio mensal na indústria manufatureira.

(2) Setor público não financeiro fora províncias e municípios.

(3) Câmbio de exportação deflacionado pelo IPA da Argentina e seus parceiros comerciais.

A estabilidade dos preços, a retomada da confiança, o aumento (ainda que modesto) da taxa de salário real e a forte expansão creditícia conduziram à rápida recuperação da atividade econômica, induzida pelo crescimento do consumo. Conforme se verifica pelo Quadro 6, depois de pelo menos três anos de crise econômica, traduzida pela queda da oferta doméstica resultante do sensível declínio da demanda interna (em particular do consumo do setor privado e do investimento), a economia argentina entrou, a partir do Plano Cavallo, num período de franca expansão econômica, causada pela notável expansão da demanda interna, que passou a crescer a ritmo próximo dos 12% anuais, refletindo a recuperação do consumo do setor privado e dos investimentos. Liderando esse processo de crescimento, destacaram-se a indústria manufatureira (crescimento de 11,9% em 1991 e de 7,3% em 1992), o setor de serviços (crescimento de 9,4% em 1992, no que diz respeito aos serviços básicos - eletricidade, água, gás, transporte, armazenagem e comunicações - e expansão próxima de 7,0% ao ano no que tange aos outros tipos de serviços), e a indústria da construção, que experimentou um "boom" sem precedentes depois da implementação do Plano Cavallo, crescendo a um ritmo superior a 21% ao ano desde então (Quadro 7). Na realidade, o extraordinário desempenho do setor da construção, o qual contrasta com a crise de 1988-90 (queda acumulada de 52,5% do nível da atividade setorial no período), não somente retrata a recuperação da confiança no futuro econômico do país, mas também reflete a retomada dos investimentos residenciais e produtivos. No caso da construção de residências, a estabilidade monetária e a queda da taxa de juros permitiram que a demanda, reprimida por muitos anos, pudesse recuperar-se, com os compradores aproveitando-se da conjuntura favorável. A retomada dos investimentos produtivos deveu-se ao crescimento econômico, ao crédito ampliado, ao retorno da confiança e, no caso das empresas privatizadas, aos próprios acordos de privatização, que incluíram compromissos de inversão por parte dos compradores, assim como a renovação da sua capacidade de alavancar recursos.

QUADRO 6
EVOLUÇÃO DA DEMANDA E OFERTA GLOBAIS
ARGENTINA, 1988-92
(Em %)

ITENS	1988-1990	1991	1992
DEMANDA GLOBAL	-3.4	11.8	12.9
Demanda Interna	-5.4	13.3	12.8
Consumo	-3.4	9.4	8.2
Set. Público	0.7	1.6	1.6
Set. Privado	-4.1	7.8	6.6
Investimento	-2.0	3.9	4.7
Exportações	1.8	-1.5	0.1
OFERTA GLOBAL	-3.4	11.8	12.9
Importações	-0.6	2.9	4.3
Prod. Int. Bruto	-2.8	8.9	8.6

FONTE: CEPAL (1991, 1992, 1993). *Boletim econômico de América Latina y el Caribe*. Santiago: CEPAL, 1991, 1992, 1993.
Santiago: CEPAL, 1991.

QUADRO 7
CRESCIMENTO DO PIB POR RAMO DE ATIVIDADE
ARGENTINA, 1988-92
(Em %)

ANOS	AGRICULTURA	MINEIRAÇÃO	INDÚSTRIA MANUFAT.	CONSTRUÇÃO	SERVIÇOS BÁSICOS	OUTROS SERVIÇOS
1988	-0.4	9.6	-6.8	-14.5	-0.5	-1.6
1989	2.9	3.2	-7.1	-31.6	-2.5	-2.7
1990	9.8	-1.6	-4.8	-18.8	2.3	0.2
1991	3.9	-5.8	11.9	21.3	3.7	7.0
1992	0.1	8.2	7.3	21.7	9.4	7.2

FONTE: CEPAL, 1991 a 1993. *Boletim econômico de América Central y el Caribe*. CEPAL, 1991 a 1993.

O Quadro 8 retrata as dimensões do sucesso obtido com as reformas estruturais e a implementação Plano Cavallo: a queda da taxa de inflação associou-se a novo "boom" econômico e à retomada dos investimentos, com o aumento da taxa de inversão. Somente a taxa de desemprego não caiu de modo significativo, refletindo, talvez, o impacto do novo paradigma tecnológico mundial, com novas tecnologias poupadoras de mão-de-obra, assim como o aumento da produtividade observado no período recente, provocado pelo reajustamento organizacional das empresas argentinas.

QUADRO 8
INDICADORES ECONÔMICOS
ARGENTINA
1988-92

ANOS	CRESCIMENTO PIB (%)	TAXA INFLAÇÃO (%)	TAXA DESEMPREGO (%)	NÍVEL DE EMPREGO 1987=100	TAXA INVERSÃO (% PIB)
1988	-2.1	387.7	6.3	101.1	17.9
1989	-6.2	4923.3	7.8	93.1	14.4
1990	-0.1	1343.9	7.5	87.9	13.0
1991	8.9	84.0	6.5	...	15.6
1992	8.6	17.5	7.0	...	18.6

FONTE: CEPAL (1991, 1992, 1993). *Boletim Econômico de América Latina y el Caribe*. Santiago: CEPAL, 1991, 1992, 1993.

(1) Taxa de desemprego urbano.

(2) Número de trabalhadores ocupados na indústria manufatureira.

9 O PLANO CAVALLO E AS FINANÇAS PÚBLICAS

Ao contrário do que usualmente se pensa, o Plano Cavallo foi lançado num momento em que as contas do governo argentino se encontravam em grave desequilíbrio. Como se salientou na seção 2, as medidas tomadas pelo governo Menem, logo após a sua posse (Plano BB), permitiram a obtenção de um superávit primário nas contas públicas e, após o lançamento do Plano Bonex, em dezembro de 1989, esse superávit tornou-se operacional, com a redução dos custos do giro da dívida interna. Contudo, malgrado as receitas do processo de privatização, que atingiu 0,41% do PIB em 1990, expressivo déficit operacional reapareceu a partir de setembro desse ano, renunciando o ressurgimento do déficit primário, o qual se deu a partir de dezembro, de modo que em fevereiro as necessidades de financiamento do Tesouro argentino atingiram 3,2 bilhões de austrais, soma equivalente a 73,2% do total das receitas, que alcançaram apenas 4,4 bilhões de austrais no mesmo mês.

Essa situação deficitária, no entanto, seria rapidamente revertida pelo "boom" econômico provocado pelo Plano Cavallo, embora as medidas fiscais tomadas em fevereiro tenham contribuído, apesar de modestamente, para a extraordinária expansão da arrecadação que ocorreu a partir de abril de 1991. Com efeito, com o passar do tempo, a queda da inflação e o aumento do nível de atividade possibilitaram crescente arrecadação tributária, em particular dos tributos compartilhados pelo governo central e províncias (Quadro 9). Como resultado, em 1991 o setor público não financeiro, desconsiderando-se províncias e municípios e incluindo-se as receitas de capital, obteve um superávit correspondendo a 0,13% do PIB, o que não ocorria há mais de seis anos. Ao todo, o aumento das receitas do Governo Central correspondeu a 2,9% do PIB nesse ano, representando um incremento de US\$4.527,6 milhões. E a continuação do processo de recuperação econômica durante 1992 permitiu, por sua vez, a obtenção de resultado ainda mais favorável: destarte o crescimento do PIB da ordem de 8,6%, a carga tributária alcançou 18,9% do mesmo (Quadro 10).

QUADRO 9

**DESEMPENHO DA ARRECADAÇÃO TRIBUTÁRIA
ARGENTINA
1º TRIMESTRE 1991 - 2º TRIMESTRE 1992
(Em milhões de austrais de junho de 1992)**

TRIMESTRES		COPARTICIPADOS			SEGURID. SOCIAL	OUTROS	TOTAL
		IVA	OUTROS	TOTAL			
1991	1º Trim.	1155.9	1255.0	2410.9	1890.5	1152.7	5454.1
	2º Trim.	1655.1	1739.9	3395.0	1993.6	1536.9	6925.5
	3º Trim.	1758.6	1681.3	3439.9	2331.1	1923.6	7694.6
	4º Trim.	2027.8	1731.7	3759.5	2280.6	2150.8	8190.9
1992	1º Trim.	2267.1	1636.7	3903.8	2797.5	1908.9	8610.2
	2º Trim.	2977.2	1493.1	4470.3	2580.2	1880.7	8931.2

FONTE: GONZALEZ, G. (1992). Situação fiscal na administração Menem. *Conjuntura Econômica*, dez. 1992, p. 86-9.

QUADRO 10

**RECEITAS E DESPESAS DO GOVERNO CENTRAL
ARGENTINA, 1988-92
(Em % PIB)**

ITENS	1988	1989	1990	1991	1992
RECEITAS	13.4	14.4	13.5	16.4	18.9
Correntes	13.1	13.8	13.3	15.2	17.5
Tributos	11.8	12.9	12.4	14.2	16.6
Capital	0.3	0.4	0.2	1.2	1.4
DESPESAS	19.2	17.0	17.3	17.9	18.9
Correntes	15.0	13.9	15.4	16.2	16.8
Capital	4.2	3.1	1.9	1.7	2.1
NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO	6.0	3.8	3.8	1.6	0.1
Interno	4.5	5.3	2.0	1.8	--
Externo	1.5	-1.5	1.8	-0.2	--

FONTE: CEPAL, 1993. *Boletim Econômico de América Central y el Caribe*. 1992. CEPAL, 1993.

O aumento da arrecadação, entretanto, viu-se contrabalançado, em parte, pela elevação das despesas correntes, muito embora essa se tenha dado de forma mais lenta, em razão do esforço argentino no sentido de mantê-las sob controle e "enxugar" o estado e transferir serviços públicos para as esferas inferiores de governo⁸. De fato, entre abril de 1990 e dezembro de 1991 a administração central reduziu o número de seu pessoal em 74 mil agentes⁹. No entanto, os seus dispêndios com pessoal cresceram 14% em 1991 em relação a 1990. Outros itens que cresceram significativamente após a implementação do Plano foram os dispêndios com o sistema de previdência social, os quais aumentaram, em dólares correntes, cerca de 43,5% somente em 1991. Apesar do crescimento das despesas correntes, o aumento das receitas foi de tal ordem a reduzir o déficit operacional, permitindo que o governo praticamente equilibrasse as suas contas a partir de 1992 (Quadro 10).

10 O PLANO CAVALLO E A INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA

A partir do Plano Bonex, lançado em dezembro de 1989, assistiu-se a profunda remodelação do sistema financeiro argentino. Essa remodelação teve duas causas. Em primeiro lugar, o Plano Bonex impactou profundamente o sistema financeiro, provocando a queda da importância da dívida pública como forma de valorizar o capital e aumentando os custos operacionais dos Bancos Comerciais. Em segundo lugar, efetuou-se, durante 1990, verdadeira reforma financeira, consubstanciada numa série de medidas, entre as quais se destacam a aprovação de nova carta orgânica para o Banco Central, que ganhou alguma independência; a mudança da legislação, tornando compulsória a devolução dos depósitos na mesma moeda em que foram recebidos; a liberalização da concessão de créditos; e a desregulação do mercado de capitais, permitindo que as empresas emitissem obrigações em moeda estrangeira.

O declínio da importância da dívida interna no rol das aplicações, o aumento dos custos da intermediação financeira e o prolongamento da política monetária contracionista até março de 1991 provocaram sensível "enxugamento" do setor. Entre 1990 e junho de 1992 foram fechadas 53 sucursais dos bancos públicos, enquanto o número de agências dos bancos privados diminuía em 102 unidades. Também houve significativa redução de quadros, com a dispensa de 26.621 empregados em 1990-1991, representando uma redução de 17,9% da força de trabalho.

8. Em outubro de 1991 o Congresso aprovou a transferência dos serviços de educação e saúde para as províncias a partir de 1992.

9. Outra expressiva queda ocorrida em 1991 refere-se ao número de empregos nas empresas públicas, que reduziu-se em 42,4 mil, em razão das privatizações.

O Plano Cavallo imprimiu nova dinâmica ao setor financeiro argentino. Com a queda da inflação, aumento do nível de atividade econômica, expressiva expansão do afluxo de capital externo e política monetária passiva, ocorreu significativo aumento do nível de liquidez interna, refletindo tanto a expansão da demanda quando da oferta de ativos financeiros. Conforme se observa pelo Quadro 11, houve rápido aumento da relação M/PIB, que passou de 3,0% do PIB no último trimestre de 1990 para 7,8% no quarto trimestre de 1992. Também ocorreu expressiva elevação da relação M3/PIB, que passou, no mesmo período, de 7,2 a 17,0% do PIB, retratando o crescimento dos depósitos a prazo. Finalmente, quando se consideram os depósitos em dólares, também se verifica o seu rápido e sensível crescimento a começar no primeiro trimestre de 1991.

QUADRO 11
INDICADORES FINANCEIROS
ARGENTINA
4º TRIMESTRE 1990 - 4º TRIMESTRE 1992
(Em % PIB)

TRIMESTRES		SPREAD	M/PIB	M3/PIB	(M3 + DEPÓSITOS US\$/PIB)	DEPÓSITOS	
						AUSTRAIS	DÓLARES
1990	4º Trim.	2.4	3.0	7.2	8.9	4.0	1.7
1991	1º Trim.	5.5	3.3	7.3	9.7	3.7	2.4
	2º Trim.	2.2	4.3	7.9	11.0	4.1	3.1
	3º Trim.	2.5	4.5	8.8	12.5	4.4	3.7
	4º Trim.	2.6	5.4	9.8	14.0	5.2	4.2
1992	1º Trim.	1.8	7.4	12.3	16.9	5.3	4.6
	2º Trim.	1.6	7.5	13.7	18.9	6.5	5.2
	3º Trim.	1.6	7.6	16.1	21.8	7.1	5.7
	4º Trim.	1.6	7.8	17.0	23.0	7.4	6.0

FONTE: GONZALEZ, 1993. O sistema financeiro na Argentina. *Conjuntura Econômica*, junho de 1993, p. 82-3.

Um efeito positivo do aumento da confiança, queda da taxa de inflação e expansão financeira foi a redução do *spread* (diferença entre a taxa de captação e a taxa de empréstimo), que saiu 5,5% no primeiro trimestre de 1991 para 1,6% no último trimestre de 1992. Porém, em que pese todo o crescimento da oferta de crédito, tanto a captação quanto a aplicação ainda se concentram no curto prazo, refletindo não somente a fraqueza estrutural do sistema financiando argentino, carente de instrumentos de longo prazo, mas também a grande importância do crédito de consumo no total das aplicações do sistema financeiro. Assim, enquanto, em agosto de 1992, os depósitos em austrais giravam a uma média de apenas 15 dias e os depósitos em dólares a uma média de 39 dias, as aplicações dos bancos privados em moeda local eram feitas a um prazo médio de 41 dias e as aplicações em dólares tinham um prazo médio de 51 dias.

11 O PLANO CAVALLLO E O BALANÇO DE PAGAMENTOS

Em 1990 a Argentina conseguiu, pela primeira vez em mais de uma década, um superávit em conta corrente, da ordem de US\$1,9 bilhão. A razão desse sucesso reside, em primeiro lugar, nas desvalorizações cambiais efetuadas entre 1988 e 1989 como parte do processo de ajuste implementado no final do governo Alfonsín e início do governo Menem, assim como na queda do nível de atividade econômica no mesmo período, que permitiram a obtenção de vultosos superávits na balança comercial no período. Contudo, dado o processo de fuga de capitais, provocado pela instabilidade econômica, os superávits no comércio externo não se traduziram em saldos positivos no balanço de pagamentos senão em 1990, quando a relativa estabilidade macroeconômica e o excesso de capital financeiro a nível mundial fizeram com que se revertesse o processo de saída de capitais do país.

Outro importante fator que contribuiu para o desempenho favorável das contas externas em 1990 consiste na redução dos encargos da dívida externa e na obtenção de empréstimos do FMI. Por um lado, o avanço do processo de conversão da dívida em capital de risco, através do processo de privatização, assim como a queda da taxa de juros, ainda que modesta¹⁰, foram suficientes para reverter o crescimento nominal da dívida externa da Argentina, que saiu de US\$63,3 bilhões em 1989 para US\$61,0 bilhões em 1990, enquanto os juros se reduziam em US\$815 milhões em 1990, em relação a 1989. Por outro lado, a Argentina conseguiu, em fins de 1989, um acordo de compromisso contingente com o FMI, cuja primeira parcela, de US\$230 milhões, ingressou no país em novembro do mesmo ano. As outras parcelas, no entanto, não foram liberadas, em razão do não-cumprimento das metas acertadas com o Fundo. Depois de intensas negociações nos primeiros meses de 1990, o FMI aprovou, em maio, nova carta de intenções do governo argentino, liberando US\$240 milhões para o governo argentino e abrindo caminho para que se estabelecessem conversações com os bancos comerciais, que viam os juros de seus empréstimos se acumularem desde 1988¹¹. Um outro empréstimo de US\$180 milhões foi obtido junto ao Fundo em novembro, embora apenas US\$120 fossem liberados, devido ao não-cumprimento das metas fiscais acertadas.

Quando do lançamento do Plano Cavallo, a taxa real de câmbio havia se valorizado em relação ao valor alcançado depois das agudas desvalorizações ocorridas entre dezembro de 1989 e fevereiro de 1990, que procuraram retirar o atraso acumulado entre setembro e novembro de 1989, período em que a taxa nominal de câmbio foi usada como instrumento antiinflacionário, permanecendo fixa. A partir de março de 1990, a desvalorização nominal da taxa de câmbio ficou sistematicamente abaixo da taxa

10. A *libor* caiu de 9,44% em 1988 para 8,37% em 1989 7,87% em 1990.

11. Um acordo com os bancos privados era imprescindível para o processo de privatização da ENTEL e das Aerolíneas Argentinas, uma vez que essa só poderia ir adiante com a obtenção de Waier dos bancos que eram credores dessas companhias.

de inflação (IPA), de forma que houve significativa valorização real até janeiro de 1991¹². Nesse mês, a volta da instabilidade trouxe consigo a desvalorização cambial real, de modo que para um aumento dos preços por atacado de 51,8%, houve uma desvalorização da taxa nominal de câmbio comercial de 83,5%. Mesmo assim, não se recuperou o "atraso" acumulado desde fevereiro de 1990, que era de 41,8% a princípios de março de 1991, quando se atrelou o austral ao dólar.

Com a implementação do Plano Austral, houve o retorno do processo de valorização do câmbio real, na medida em que a expressiva inflação residual não foi compensada por novas desvalorizações: entre março de 1991 e dezembro de 1992 acumulou-se uma defasagem (medida pela variação dos preços por atacado) da ordem de 13,3%. Na realidade, a defasagem real no período foi muito menor, em razão do diferencial do aumento da produtividade da indústria nacional em relação aos parceiros comerciais da Argentina que teve lugar depois da implementação do Plano. No entanto, esse aumento não foi extensivo à produção de commodities e, de mais a mais, seu ritmo tendeu a arrefecer à medida em que as reservas de produtividade se iam esgotando, depois do ajuste das empresas à nova ordem econômica criada com a estabilidade monetária.

12. Na realidade, houve valorização da taxa nominal de câmbio (comercial) entre setembro e dezembro de 1990. A explicação reside no regime de câmbio flutuante sujo num contexto de forte entrada de capitais.

QUADRO 12
EVOLUÇÃO DO CÂMBIO REAL POR TRIMESTRE
ARGENTINA
1988-92

TRIMESTRES	ÍNDICE	VAR. (%)	ÍNDICE	VAR. (%)	ÁGIO (PARALELO/CÂMBIO EXPORT.) (%)
1988	136.5	4.0	93.9	15.8	22.6
1° Trim.	154.2	-2.6	106.8	8.8	37.4
2° Trim.	146.3	-5.1	101.3	-5.1	25.1
3° Trim.	124.7	-14.8	91.0	-10.2	19.6
4° Trim.	121.2	-2.8	77.9	-14.4	19.0
1989	144.2	5.6	122.6	40.3	58.6
1° Trim.	120.6	-0.5	109.1	40.1	68.7
2° Trim.	147.7	22.5	236.2	116.6	109.4
3° Trim.	117.3	-20.5	116.9	-50.5	48.2
4° Trim.	134.3	14.4	119.5	2.2	59.8
1990	113.4	-21.4	65.7	-46.4	17.6
1° Trim.	161.1	20.0	96.8	-19.0	21.2
2° Trim.	116.8	-27.5	70.4	-27.3	20.7
3° Trim.	99.2	-15.1	55.4	-21.3	16.3
4° Trim.	76.3	-23.1	40.2	-27.4	13.6
1991	85.8	-24.3	42.7	-35.0	3.7
1° Trim.	92.0	20.6	46.6	12.9	9.0
2° Trim.	84.8	-7.8	43.5	-10.0	3.4
3° Trim.	81.8	-3.5	41.1	-3.8	3.3
4° Trim.	84.7	3.5	40.0	-2.7	0.3
1992	81.0	-5.8	...	...	...

FONTE: CEPAL (1991, 1992, 1993). *Boletim econômico de América Latina y el Caribe*. Santiago: CEPAL, 1991, 1992, 1993. Santiago: CEPAL, 1991 a 1993.

(1) Inclui o efeito de impostos/subsídios de exportação. Considera os principais parceiros comerciais da Argentina. Deflacionado pelo IPA.

A combinação de uma progressiva defasagem cambial, abertura externa, com a queda das tarifas aduaneiras, e recuperação econômica revelou-se fatal para o saldo da balança comercial. Ainda em 1991, enquanto as exportações, depois de crescerem até o máximo de US\$1,3 milhões, em julho, caíram para pouco menos de US\$1,0 bilhão por mês, as importações saltaram de uma média de US\$400 milhões/mês, obtida no primeiro trimestre, para US\$1,0 bilhão em dezembro. Como resultado, somente as importações de bens passaram de US\$3726 milhões em 1990 para US\$7.400 milhões em 1991 e US\$13.649 milhões em 1992. Também as importações de serviços reais (transportes e seguros) cresceram geometricamente depois do lançamento do Plano Cavallo, de forma que o saldo entre exportações e importações desses serviços passou de um resultado negativo de US\$674 milhões, obtido em 1990, para um saldo também negativo de US\$2.472 milhões, em 1992 (Quadro 13). Apesar da queda do déficit da conta de serviços de fatores, em decorrência da renegociação da dívida externa e do declínio da taxa internacional de juros no período, o aumento das importações foi de tal ordem que a conta de transações correntes do país, depois de obter, pela primeira vez em muitos anos, um saldo positivo em 1990 (igual a US\$1,9 bilhões), voltou a experimentar desequilíbrios crescentes: déficit de US\$2,8 bilhões em 1991 e de US\$8,5 bilhões em 1992.

QUADRO 13
BALANÇA DE TRANSAÇÕES CORRENTES
ARGENTINA
1º TRIMESTRE 1991 - 4º TRIMESTRE 1992
(US\$ milhões)

TRIMESTRES		BALANÇA COMERCIAL				SERVIÇOS FINANCEIROS	TRANSFERÊNCIAS	SALDO TRANSAÇÕES CORRENTES
		BALANÇA DE BENS			SALDO SERVIÇOS REAIS			
		EXPORT.	IMPORT.	SALDO				
1991		11978	8274	3704	-902	-5634	29	-2803
	1º Trim.	2348	1301	1047	-493	-1385	20	-811
	2º Trim.	3372	1742	1630	-80	-1583	3	-30
	3º Trim.	3455	2276	1179	-157	-1160	6	-132
	4º Trim.	2803	2955	-152	-172	-1506	...	-1850
1992		11898	14590	-2692	-1480	-3302	-25	-7499
	1º Trim.	2562	2887	-325	-693	-1169	-7	-2142
	2º Trim.	3329	3569	-240	-53	-1187	-9	-1487
	3º Trim.	3244	4231	-987	-148	-946	-9	-2090
	4º Trim.	2763	3903	-1140	-640	...	...	-1781

FONTE: GONZALEZ, 1993. Argentina: conversibilidade e balança comercial. *Conjuntura Econômica*, abril de 1993, p. 67-8.

QUADRO 14

BALANÇO DE PAGAMENTOS
ARGENTINA, 1988-92
(US\$ milhões)

COMPONENTES	1988	1989	1990	1991	1992
CONTA CORRENTE	-1593	-1292	1903	-2832	-8547
Balança Comercial	3814	5518	7954	2773	-4156
Exportação de Bens	9160	9573	12354	11972	11965
Importação de Bens	4907	3864	3726	7400	13649
Serv. Reais (Saldo)	-439	-191	-674	-1799	-2472
Serviço de Fatores	-5407	-6818	-6122	-5634	-4359
Transferências	--	8	71	29	-32
CONTA DE CAPITAL	3497	-56	1476	5462	13098
ERROS E OMISSÕES	-138	-313	715	...	...
TOTAL	1904	-1348	3379	2630	4551

FONTE: CEPAL (1990 a 1993). *Boletim econômico de América Latina y el Caribe*. Santiago: CEPAL, 1990 a 1993.

Os crescentes déficits em conta corrente, provocados pelo "boom" importador, não se traduziram, no entanto, por saldos negativos no balanço de pagamentos. Antes pelo contrário, a Argentina continuou a obter expressivos superávits em suas contas externas mesmo depois da implementação do Plano Cavallo. A explicação para o fenômeno reside na obtenção de recursos cambiais no processo de privatização das empresas estatais e na massiva entrada de capital estrangeiro, consequência das altas taxas internas de juros, do excesso de capital no mercado mundial e da própria estabilidade econômica obtida com o Plano. Com efeito, conforme registra o Quadro 15, os investimentos estrangeiros na Argentina experimentaram grande acréscimo a partir de 1990, destacando-se as operações de conversão e de privatização em 1990, os recursos obtidos através do processo de privatização em 1991 e 1992 e, finalmente, o grande afluxo de capital externo, a partir de 1992.

QUADRO 15

INVERSÃO ESTRANGEIRA DIRETA
ARGENTINA, 1988-92
(US\$ milhões)

ANOS	FLUXOS NORMAIS	CONVERSÃO DÍVIDA	PRIVATIZAÇÃO	TOTAL
1988	807	340	0	1147
1989	869	159	0	1028
1990	777	815	416	2008
1991	465	0	1974	2439
1992	2852	0	1841	4693

FONTE: CEPAL, 1993. *Boletim econômico de América Latina y el Caribe*, 1992. CEPAL, 1993

Na realidade, um primeiro resultado favorável obtido no "front externo" pelo governo argentino depois da implementação do Plano Cavallo refere-se aos créditos externos. Durante 1991, o governo argentino prosseguiu a sua estratégia de limitar o pagamento aos bancos credores a apenas US\$60 milhões por mês, enquanto se concentrava na obtenção da aplicação do Plano Brady. Mas além disso, o país recebeu um financiamento líquido do Clube de Paris, colocando US\$500 milhões em títulos no euromercado, assim como conseguiu acertar um acordo *stand by* com o FMI, envolvendo desembolsos de US\$500 milhões, ao mesmo tempo em que se iniciavam as gestões junto ao Fundo com vistas a um empréstimo de serviço ampliado.

Em julho de 1992 a Argentina anunciou o acordo com os bancos comerciais, dentro de um convênio sob o patrocínio do Plano Brady, o que permitiu a reprogramação da dívida externa do governo, a qual atingia perto de US\$31,6 bilhões em fins de 1991. Essa reprogramação foi precedida por um acordo trienal de serviço ampliado com o FMI. Em julho, logrou-se concertar um acordo com o Clube de Paris para reprogramar o pagamento de US\$3,0 bilhões, correspondendo a um terço da dívida do governo para com o Clube.

Esses acordos permitiram alongar o perfil da dívida externa e reduzir os encargos, impactando favoravelmente o balanço de pagamentos.

QUADRO 16

DÍVIDA EXTERNA ARGENTINA, 1988-92

ANOS	DÍVIDA EXTERNA US\$ Milhões	DÍVIDA/EXPORT. (%)	JUROS (US\$ Milhões)	JUROS/EXPORT. (%)
1988	58473	525	4678	42.0
1989	63314	528	6023	51.2
1990	60973	412	5763	39.0
1991	60973	419	5208	36.3
1992	60000	415	...	27.3

FONTE: CEPAL, 1992 e 1993. *Boletim econômico de América Latina y el Caribe*. CEPAL, 1992 e 1993.

12 AS CONTRADIÇÕES DO PLANO CAVALLO

O sucesso inicial do Plano Cavallo revela como a "âncora cambial", ao contrário da "âncora monetária", é instrumento eficiente para o controle do processo inflacionário. Como nas experiências bem sucedidas de estabilização do Chile, no período 1976-81, México, após 1987, Alemanha em 1923 e 1948, e Bolívia, a partir de 1985, apenas para citar os exemplos mais conhecidos, a estabilização cambial propiciada pelo Plano Cavallo pôs cobro à instabilidade inflacionária na Argentina.

No caso do Chile, nem o dramático "choque ortodoxo" de 1975, que resultou numa queda do PIB da ordem de 11% nesse ano, obteve sucesso em debelar a inflação, que prosseguia, no primeiro trimestre de 1976, a uma taxa anualizada de 271,2%. Somente após a pré-fixação das desvalorizações cambiais em julho de 1976 e a fixação definitiva da taxa de câmbio, em junho de 1979, é que o processo inflacionário cedeu, com a taxa de inflação atingindo apenas 31,2% em 1980 e 9,5% em 1981 (Gontijo, 1993a). Na experiência do México, enquanto o "choque ortodoxo" de 1986-87 levou ao acirramento do processo inflacionário, com a variação do índice de preços ao consumidor saindo de 63,7% em 1985 para 159,2% em 1987, o controle cambial iniciado em dezembro desse ano conduziu ao rápido declínio da taxa de inflação, que caiu para 51,7% em 1988, declinando ainda mais nos anos sucessivos, atingindo 11,2% em 1992 (Gontijo, 1993b). No caso da Alemanha, a hiperinflação de 1923 terminou depois que a taxa de câmbio foi fixada em 4,2 bilhões de marcos por dólar, a partir de 20 de novembro desse ano (Dornbusch, 1987). Também a hiperinflação alemã de 1948 chegou ao fim com a fixação da taxa de câmbio, com a vinculação do Deutschmark ao dólar (Dall'Aqua, 1990). Finalmente, nem mesmo no caso da Bolívia, citado como exemplo de ortodoxia, a Nova Política Econômica, instituída em 1985, prescindiu da "âncora cambial" para, finalmente, pôr cobro ao processo inflacionário (Pastor Jr., 1991).

Na realidade, o principal problema da ancoragem cambial reside na sua sustentação no longo prazo visto que, uma vez estabilizada a economia, torna-se necessário que a taxa de câmbio mantenha-se estável por um período suficientemente longo de forma a "segurar" o nível dos preços até que a confiança na moeda doméstica tenha sido reestabelecida. Para que isso ocorra, várias condições devem ser preenchidas. Em primeiro lugar, o Banco Central deve possuir, não apenas no momento em que o programa de estabilização é lançado, mas até o momento em que a estabilização de preços se consolide, um volume suficientemente grande de reservas cambiais, de modo a desencorajar ou mesmo sustar qualquer ataque especulativo contra a moeda doméstica. Em segundo lugar, a taxa de câmbio deve ser compatível, no longo prazo, com o equilíbrio do balanço de pagamentos. Caso contrário, o Banco Central começará a perder reservas, enfraquecendo a sua posição de guardião da moeda nacional contra a especulação cambial e corroendo a credibilidade na sustentação da taxa de câmbio. Em terceiro lugar, exceto pelo aumento das reservas cambiais, o ativo do Banco Central não deve crescer em relação ao seu passivo não monetário, pois isso implicaria em emissões monetárias que poderiam, com o tempo, solapar a credibilidade da moeda nacional, levando, eventualmente, a fortes ataques especulativos contra a taxa de câmbio e ao colapso do programa. Isso pode requerer não apenas uma situação superavitária do Tesouro Nacional mas que o Banco Central não expanda seus créditos ao setor financeiro. Na realidade, a expansão dos ativos financeiros em relação às reservas cambiais, mesmo daqueles que não encontram contrapartida no passivo do Banco Central, representa um aumento da fragilidade potencial da moeda nacional, uma vez que cresce o poder de especulação contra a taxa de câmbio. No entanto, essa expansão só chega a colocar algum risco efetivo se existe pouca confiança na moeda doméstica. Caso a confiança já tenha sido reestabelecida, o aumento da relação total dos ativos financeiros/ total das reservas cambiais coloca poucos riscos, ao contrário do que ocorre com o crescimento da razão passivo do Banco Central/total das reservas.

No caso do Plano Cavallo, a sua implementação deu-se num momento em que a Argentina havia acumulado, graças à recessão e às desvalorizações cambiais do período 1989-90, um volume adequado de reservas, correspondendo a aproximadamente US\$4,1 bilhões (dos quais US\$1,5 bilhão em ouro), o que equivalia a mais de um ano de importações. De mais a mais, tanto a conta corrente quanto a conta de capitais eram francamente superavitárias, de forma que a situação externa era relativamente "folgada", o que significa que a primeira condição de sucesso do programa estava satisfeita.

Com relação à segunda, no entanto, a situação oposta era a verdadeira: já no momento de criação do Plano a taxa real de câmbio acumulava um atraso de 41,% em relação ao nível de paridade de fevereiro de 1990.

Como esperado, o lançamento do programa de estabilização levou à rápida deterioração da balança comercial, com as exportações crescendo exponencialmente enquanto que as importações se estagnavam. Na realidade, o "boom" importador que se iniciou em meados de 1991 não se deveu

exclusivamente à fixação da taxa de câmbio e à própria recuperação econômica resultante da implementação do Plano Cavallo, mas foi a consequência, em grande medida, do processo de abertura comercial que culminou com a reforma de abril de 1991, que reduziu a proteção aduaneira à indústria argentina. Tivesse esse processo sido evitado, ou levado a efeito de forma mais cautelosa, por certo que os déficits na balança comercial não teriam aparecido tão cedo nem teriam assumido dimensões tão expressivas¹³.

Os grandes déficits na balança de transações correntes têm sido cobertos, como ficou claro na seção anterior, pela massiva entrada de capital externo, atraído tanto pelo diferencial entre a taxa de juros interna e a taxa internacional de juros quanto pelo processo de privatização e pela própria recuperação econômica, num contexto geral de recessão nos países desenvolvidos. Até o momento, o capital que se tem dirigido à Argentina é capital de risco, de forma que o financiamento do déficit em transações correntes não tem significado, como no período de Martinez de Hoz, aumento do endividamento externo do país. Apesar disso, não está clara a sustentabilidade deste fluxo no longo prazo, uma vez ultrapassada a fase das privatizações e arrefecido o ritmo de crescimento econômico. Na verdade, quando esse cenário se efetivar, as próprias importações cairão, como resultado da desaceleração do crescimento. No entanto, essa mesma desaceleração terá efeitos sobre a entrada de capitais, de modo que dificilmente a Argentina poderá manter os fluxos de capital de risco necessários para cobrir os seus crescentes déficits em conta corrente.

Chegado o momento em que a entrada de capitais se mostre ineficiente, as alternativas serão o aumento das tarifas aduaneiras e/ou a desvalorização cambial. A elevação tarifária, no entanto, esbarrará em dificuldades junto ao GATT, enquanto que a desvalorização cambial trará de volta, por certo, a inflação. No entanto, assim como no caso do Chile em 1982-83, caso a estabilidade dure um período de tempo suficientemente longo de forma a apagar a "memória inflacionária", a desvalorização trará, por certo, alguma inflação, mas sem que se retorne ao círculo vicioso de inflação-desvalorização cambial-inflação que manteve a Argentina acorrentada por mais de 16 anos.

Em suma, trata-se de saber se o "modelo Cavallo" de crescimento desequilibrado pode sustentar-se por um período de tempo suficientemente longo. Caso isso ocorra, sua experiência terá sido bem sucedida, entrando para a história da luta antiinflacionária da América Latina¹⁴. Caso fracasse, a inflação voltará à Argentina, mas sem que sua dívida externa tenha crescido e após um período mais ou menos extenso de intenso crescimento econômico e melhoria das condições de vida da população. Nesse caso, o único lado negativo do experimento terá sido o aprofundamento da desnacionalização da economia.

13. A redução e mesmo, eventualmente, a reversão dos saldos positivos da balança comercial representam os custos da estabilidade monetária. No entanto, no caso da Argentina de Cavallo esses custos foram em muito amplificados pela liberalização comercial.

14. Na realidade, durante 1991-92 a Argentina acumulou US\$7,2 bilhões em reservas internacionais, os quais, somados ao montante disponível em fins de 1990, totalizam quase US\$12,0 bilhões, ou seja, o equivalente a quase três vezes o déficit da balança comercial e 1,4 vezes o déficit em transações correntes.

No que diz respeito ao crescimento dos ativos do Banco Central fora reservas cambiais, o próprio funcionamento do Plano, ao impedir o financiamento do Tesouro Nacional e a expansão autônoma dos créditos do Banco Central aos bancos comerciais, criou rígidos mecanismos para evitar quaisquer desequilíbrios entre o ativo e o passivo não monetário do Banco. A única expansão automática do seu passivo monetário dá-se em virtude da acumulação de reservas cambiais, a qual, vale dizer, tem sido expressiva desde meados de 1991.

Isto posto, é interessante observar a redundância do equilíbrio orçamentário para a estabilidade monetária. Com efeito, desequilíbrios do Tesouro Nacional só redundam em desconfiança em relação à estabilidade da moeda quando o Banco Central é agente financeiro do Tesouro. Em condições de independência do Banco Central, desequilíbrios fiscais não redundam em aumentos autônomos da oferta de moeda, de forma que, a não ser em situações extremas nas quais o próprio público acredita que a independência do Banco Central será sacrificada para que este socorra o Tesouro, a estabilidade monetária não é afetada por tais desequilíbrios. Na realidade, o equilíbrio orçamentário só é indispensável se o Estado quer evitar o seu endividamento, o qual, cumpre dizer, poderá levar à sua bancarrota se tanto o déficit quanto as taxas de juros permanecerem elevados por um longo período de tempo.

Como se viu na seção 8, a própria implementação do Plano Cavallo criou condições para a redução do déficit público. Nesse sentido, cumpre descartar dois mitos. O primeiro é que a Argentina teria executado o seu reajuste fiscal previamente ao lançamento do Plano. Ao contrário, o programa antiinflacionário foi detonado num momento em que o déficit operacional correspondia a 56,0% das receitas fiscais, e as necessidades de financiamento do Tesouro eram iguais a 73,2% das suas receitas. Embora tenha sido implementada uma reforma fiscal nas vésperas do Plano, seu escopo foi muito limitado, de modo que sua contribuição para o posterior reequilíbrio orçamentário terá sido, certamente, modesta. O segundo mito é que o chamado "efeito Tanzi" teria tido um papel decisivo no aumento da arrecadação tributária real. Na realidade, esse efeito poderia explicar, no máximo, parte do aumento da arrecadação nos três primeiros meses subsequentes à implementação do Plano, o qual, por sinal, foi expressivo: 13,6%, em termos reais. Mas já no último trimestre de 1991 a arrecadação tributária havia crescido 9,1% em termos reais em relação ao segundo trimestre, enquanto que em 1992 houve um crescimento real, em relação a 1991, de quase 25,2%. Todo esse acréscimo terá tido como causa principal e quase exclusiva o crescimento da atividade econômica no período, não sendo o resultado dos efeitos da queda da inflação sobre a arrecadação real.

Outro aspecto da reativação econômica que teve lugar depois de 1º de abril de 1991 tem sido a forte e sustentada expansão creditícia, traduzida no aumento da relação ativos financeiros/PIB. Conforme salientado na seção 9, a relação "meios de pagamento"/PIB elevou-se de 3,3% no primeiro trimestre de 1991 para 7,8% no último trimestre de 1992, enquanto a relação M3/PIB saltava de 7,3 para 17,0% no mesmo período.

Em tese, esse aumento da relação ativos financeiros/PIB representa uma elevação do grau de fragilidade do programa de estabilização, na medida em que qualquer processo de conversão em massa de austrais em dólares pode, em princípio, solapar as condições de sustentação da taxa nominal de câmbio. Nesse sentido, é irrelevante que a relação base monetária/reservas internacionais permaneça estável, na medida em que a conversibilidade não é válida apenas para os ativos componentes da base, mas é extensiva, em tese, a todos os ativos financeiros¹⁵. Entretanto, o crescimento da relação ativos financeiros/reservas cambiais só é preocupante quando existe certa desconfiança em relação à estabilidade monetária. Caso contrário, sua expansão pode se dar de forma indefinida.

A implicação desse fato é interessante. Como se observou acima, na medida em que o "boom" importador puder ser financiado com a entrada de capital de risco, não haverá maiores dificuldades em se manter o valor do austral estável e qualquer dúvida a esse respeito será dissipada pela pronta ação do Banco Central, usando as suas largas reservas cambiais. Contudo, na medida em que apareceram saldos negativos no balanço de pagamentos, um penoso processo de ajustamento, similar ao que acontecia durante o padrão-ouro¹⁶, terá lugar. Em primeiro lugar, a conseqüente contração da base monetária poderá levar à elevação da taxa de juros e à retração da oferta de crédito bancário, na medida em que os bancos verão minguarem as suas reservas depositadas no Banco Central. A conseqüência disso poderá ser a contração econômica, o que poderá contribuir para a retração da entrada de capitais e, portanto, reforçar o processo de perdas de reservas, embora a elevação da taxa de juros possa atrair capital internacional de empréstimo. Em segundo lugar, se a elevação da taxa de juros não for suficiente para atrair capital externo adicional, a inexorável redução das reservas cambiais, embora traga consigo a queda do crédito bancário, levará ao aumento da relação total dos ativos/reservas cambiais, na medida em que os ativos financeiros caem menos do que proporcionalmente que a queda das reservas cambiais. A elevação dessa relação num contexto de crescente desconfiança em relação à sustentação da taxa de câmbio poderá reforçar ainda mais as expectativas negativas, ao mesmo tempo em que fortalece a posição dos especuladores vis-à-vis o Banco Central, cujo poder de fogo torna-se declinante. No limite, se a tendência de perda de reservas não se reverte, a posição da moeda nacional torna-se insustentável, levando à sua desvalorização.

15. A idéia de o Banco Central pode "recomprar" a 100% do seu passivo monetário utilizando as suas reservas cambiais é mitológica, não tendo qualquer significado concreto. Seu papel é o de tranquilizar o público através da tese de que o Banco Central só seria responsável pela conversão da base monetária. Na realidade, numa situação de fuga à moeda nacional os ativos financeiros que o Banco Central não convertesse em dólares o seriam no mercado paralelo, criando dois preços para a moeda nacional, o que terminaria por arrebentar o sistema, com a exaustão das reservas cambiais.

16. A respeito do funcionamento do padrão-ouro, veja-se Checkland, 1975; Conant, 1915; Cooper, 1982; Feaveryear, 1931; Eichengreen, 1985; Ford, 1962 e Hawtrey, 1927.

É verdade que a possibilidade de realizar depósitos em dólares representa um mecanismo inibidor de qualquer processo de especulação contra o Plano, uma vez que os agentes econômicos, diante de um aumento da incerteza, podem modificar a forma de seus ativos, preferindo denominá-los em dólares, em lugar de em austrais. No entanto, o Banco Central da Argentina, ao contrário do Federal Reserve, não emite dólares, o que significa que o próprio crescimento dos depósitos em moeda estrangeira aumenta a instabilidade do sistema. De fato, se a confiança no Plano se vê ameaçada pela redução das reservas cambiais do país, a própria regra de conversibilidade passará a ser questionada. A fuga, portanto, não será em termos de transformar depósitos em moeda nacional em depósitos denominados em câmbio, mas de transformar qualquer tipo de depósitos em dólares-papel. Diante de uma situação como essa, os bancos comerciais terão de recorrer ao Banco Central, que perderá suas reservas rapidamente sem, contudo, poder satisfazer a demanda, por não ter capacidade de emissão desse tipo de moeda-papel. Se o processo de fuga prosseguir, cedo os agentes perceberão que, com a redução das reservas cambiais do Banco Central, os bancos comerciais não poderão cumprir a cláusula contratual de devolver, na forma de dólares, depósitos que foram realizados nessa moeda. Deste modo, o processo de fuga se transformará em verdadeira corrida bancária, liquidando, da noite para o dia, com todo o esquema de conversibilidade.

Uma última dificuldade no que tange à sustentação do Plano Cavallo no longo prazo reside em que a regra de atrelar as emissões ao aumento das reservas representa um impedimento ao exercício de sua função de prestador em última instância, mesmo no caso de recursos em moeda nacional. De fato, qualquer crise financeira mais forte, como, por exemplo, a que sacudiu o Chile em 1982, levando o sistema financeiro à beira do colapso, encontra um Banco Central desaparelhado para intervir, uma vez que este não pode estender o seu crédito e comprar a carteira das instituições financeiras falidas, porque isso violaria a norma legal que exige a contrapartida em termos de reservas cambiais. A única alternativa, nesse caso, seria a contratação, pelo Banco Central, de empréstimos externos, o que limitaria, quantitativamente, a sua ação, ao mesmo tempo que a colocaria sobre o controle qualitativo dos credores externos¹⁷. Evidentemente, numa situação extrema o próprio estatuto legal do Banco Central teria de ser abandonado, o que representaria, também nesse caso, a liquidação do Plano Cavallo.

De qualquer forma, se o Plano durar por um período de tempo suficientemente longo terá mostrado ao que veio: suprimir com o processo inflacionário de forma rápida e eficiente, promovendo, simultaneamente, a retomada do crescimento econômico.

17. Em outras palavras, o Banco Central não poderia exercer a sua função última, de garantidor da solvência do sistema financeiro, uma vez que a fonte de recurso de última instância - a emissão de papel moeda - estaria inacessível por efeito de legislação.

13 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABDALA, M.A. Privatización y cambios en los costos sociales de la inflación: el caso de ENTEL argentina. *Desarrollo Económico*, Buenos Aires, vol. 32, n. 187, p. 357-80, out./dez. 1992.
- AGOSTIN, M.R. e FRENCH-DAVIS, R. La liberalización comercial en América Latina. *Revista de la CEPAL*, Santiago, vol. 50, p. 41-62, agosto de 1993.
- CANITROT, A. La disciplina como objetivo de la política económica. Un ensayo sobre el programa económico del gobierno argentino desde 1976, *Desarrollo económico*, Buenos Aires, vol. 19, p. 453-75, 1980.
- CANITROT, A. Teoría y Práctica del liberalismo. Política antiinflacionaria y apertura económica en la Argentina, 1976-1981. *Desarrollo económico*, Buenos Aires, vol. 21, n.82, p. 131-189, 1981.
- CASAS, J.C. *Um novo caminho para a América Latina*. Rio de Janeiro: Record, 1993.
- CEPAL. *Estudio económico de América Latina y el Caribe*. Santiago do Chile: Naciones Unidas, 1989 a 1993.
- CHECKLAND, S.G. *Scottish banking. A history, 1695-1973*. London: Collins, 1975.
- CIRNE DE TOLEDO, J.E. Argentina: Cavallo, galope para o desastre? *Revista de Economia Política*, São Paulo, vol. 12, n. 3, p. 5-15, julho/setembro de 1992.
- CONANT, C.A. *A history of modern banks of issue*. New York: Putnam's Sons, 1915. Primeira edição em 1896.
- COOPER, R.N. The gold standard: historical facts and future prospects. *Brooking Papers on Economic Activity*, vol. 1, p. 1-56, 1982.
- DALL'ACQUA, F. M. A reforma monetária de 1948 na Alemanha. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, vol. 20, n. 1, p. 141-60, abril de 1990.
- DORNBUSCH, R. Lessons from the German inflation experience of the 1920s. In: DORNBUSCH, R.; FISCHER, S.; BOSSONS, J. *Macroeconomics and finance*. Cambridge (MA): MIT Press, 1987. p. 337-71.
- EICHENGREEN, B. *The gold standard in theory and history*. New York: Methuen, 1985.
- FEAVERYEAR, A.E. *The pound sterling*. Oxford: Clarendon Press, 1931.
- FERRER, A.. El retorno del liberalismo: reflexiones sobre la política económica vigente en la Argentina, *Desarrollo Económico*, Buenos Aires, vol.18, jan./mar. 1979
- FERRER, A.. The Argentine economy, 1976-1979, *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*, vol.22, n.2, p. 131-62, 1980.

- FORD, A.G. *The gold standard 1880-1914: Britain and Argentina*. Oxford: Clarendon Press, 1962.
- FRANCO, G.H.B. "Reformas" fiscais e o fim de quatro hiperinflações. *Revista Brasileira de Economia*. Rio de Janeiro, vol. 41, n. 4, p. 359-82, out./dez. 1987.
- FRANCO, G.H.B. O milagre do *rentenmark*: uma experiência bem-sucedida com moeda indexada. *Revista Brasileira de Economia*. Rio de Janeiro, vol. 43, n. 3, p. 431-50, jul./set. 1989.
- GONTIJO, Cláudio. *Política de estabilização e abertura externa: o caso do Chile, 1973-1983*. Belo Horizonte: Fundação João Pinheiro. Cadernos FJP: Textos para discussão n.1, 1993a.
- GONTIJO, Cláudio. *Política de estabilização e abertura externa: o caso do México, 1982-1992*. Belo Horizonte: Fundação João Pinheiro. Cadernos FJP: Textos para discussão n.3, 1993b.
- GONTIJO, Cláudio. *Política de estabilização e abertura externa: o caso da Argentina, 1976-1981*. Belo Horizonte: Fundação João Pinheiro. Cadernos FJP: Textos para discussão n.3, 1993c.
- GONZALEZ, G. Situação fiscal na administração Menem. *Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro: FGV, p. 86-9, dezembro de 1992.
- GONZALEZ, G. O processo de privatização na Argentina. *Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro: FGV, p. 73-6, março de 1993.
- GONZALEZ, G. Argentina: conversibilidade e balança comercial. *Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro: FGV, p. 67-8, abril de 1993.
- GONZALEZ, G. O sistema financeiro na Argentina. *Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro: FGV, p. 82-3, junho 1993.
- GRAFFITH-JONES, S; RODRIGUEZ, A.M.. El retorno de capital a América Latina. *Comércio Exterior*, México, vol. 43, n. 1, p. 37-50, janeiro de 1993.
- HAWTREY, R.G. *The gold standard in theory and practice*. London: Longmans, Green, 1927.
- KIGUEL, M.A. Inflation in Argentina: Stop and go since the Austral plan. *World Development*, vol. 19, n. 8, p. 969-86, 1991.
- LOPES, F.L., 1991. O austral conversível. *Revista de Economia Política* 11(4): 146-54, out.-dez.
- MELLER, P. Review of the theoretical approaches to external adjustment and their relevance for Latin America. *CEPAL Review*, Santiago: CEPAL, vol. 32, p. 169-208, 1987.
- NAKANO, Y. Plano Cavallo de desdolarização. *Revista de Economia Política* 11(4): 154-7, out.-dez.
- PASTOR JR., M. Bolivia: hiperinflation, stabilization, and beyond. *Journal of development studies*, vol. 27, n. 2, p. 211-37, jan. 1991.

- PASTORE, J. M. D.. Assessment of an anti-inflationary experiment: Argentina in 1979-81. In: BARLETTA, N. A.; M. BLEJER, I.; LANDAU, L. (eds.), *Economic liberalization and stabilization policies in Argentina, Chile, and Uruguay*. Washington: World Bank, 1984.
- RAMOS, J. *Política económica neoliberal en países del Cono Sur de América Latina, 1974-1983*. Cidade do Mexico: Fondo de Cultura Económica, 1986.
- RAMOS, J. Crecimiento, crisis y viraje estratégico. *Revista de la CEPAL*, Santiago, vol. 50, p. 63-79, agosto de 1993.
- ROSENTHAL, G. Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe. *Comércio Exterior*, México, vol. 43, n. 3, p. 276-98, março de 1993.
- SPOHR, P.A. A hiperinflação na Alemanha.
- VISCONTI, C.R. A hiperinflação alemã na década de 20. *Literatura econômica*, Rio de Janeiro, vol. 7, n. 2, p. 231-54, 1985.
- VALIENTE, C.R.S.: KURECKI, J.C.: CORAIOLA, J.: LACERDA, Y. Balanço preliminar da economia dos países do Cone-Sul - 1992. *Análise Conjuntural*, Porto Alegre, vol. 15, n. 1-2, Encarte, jan./fev. 1993.