

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**CRISE DE 2001 E RECUPERAÇÃO:  
O MILAGRE ARGENTINO**

CAROLINE REIS RIBEIRO

Matrícula nº: 108084504

ORIENTADOR: PROF. ANTONIO LUIS LICHA

SETEMBRO 2014

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**CRISE DE 2001 E RECUPERAÇÃO:  
O MILAGRE ARGENTINO**

---

CAROLINE REIS RIBEIRO

Matrícula nº: 108084504

ORIENTADOR: PROF. ANTONIO LUIS LICHA

SETEMBRO 2014

*As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor.*

*Aos meus pais.*

## AGRADECIMENTOS

Primeiramente, gostaria de agradecer ao meu orientador Prof. Antonio Licha por sua ajuda, disponibilidade e paciência na realização desse trabalho.

A todos os professores do Instituto de Economia que tive o privilégio de ter como mestres durante a graduação.

À minha família que com muito carinho e dedicação esteve sempre ao meu lado oferecendo apoio.

Aos meus queridos amigos que compartilharam comigo os melhores e os piores momentos dessa jornada.

Ao meu namorado que na reta final foi imprescindível, principalmente nos momentos mais difíceis.

## RESUMO

Em termos de gravidade, a crise da Argentina em 2001 não se compara a nenhuma outra na história recente do país. A economia argentina começa a degingolar após a ocorrência de diversos choques adversos que a afetaram profundamente, já que na época o país exibiu uma grande dependência do capital externo e era extremamente vulnerável a mudanças no cenário internacional. Dentre esses choques, se destaca a crise russa de 1998 que impacta os países latino-americanos por meio de uma parada súbita nos fluxos de capitais. De forma admirável, em poucos anos, o país sai da mais absoluta decadência e exibe um vigoroso crescimento. Este trabalho tem como objetivo compreender como se deu a recuperação da Argentina após a crise e identificar se a reversão foi no formato de V, ou seja, se há a combinação de uma queda brusca no produto com uma recuperação robusta e acelerada.

## SUMÁRIO

Introdução .....	9
CAPÍTULO I – COLAPSOS ECONÔMICOS E O MILAGRE DA FÊNIX .....	11
I. 1 - <i>Introdução</i> .....	11
I. 2 - <i>Metodologia</i> .....	12
I. 3 – <i>Análise dos resultados</i> .....	17
CAPÍTULO II – DA CONVERSIBILIDADE AO DESENCANTO.....	26
II. 1 – <i>Década de 1990 e Crise: Visão geral</i> .....	26
II. 2 – <i>Cenário Macroeconômico</i> .....	32
II.2.1 – <i>Inflação, produto e investimento</i> .....	32
II.2.2 – <i>Indústria e Agricultura</i> .....	34
II.2.3 – <i>Aspectos sociais</i> .....	36
II.3 – <i>Política Fiscal e Contas Públicas</i> .....	37
II.3.1 – <i>Privatizações</i> .....	40
II.3.2 – <i>Sistema Tributário</i> .....	41
II.3.3 – <i>Reforma da Previdência</i> .....	43
II.3.4 – <i>A relação entre nação e províncias</i> .....	44
II. 4 – <i>O Desequilíbrio Externo</i> .....	47
II.4 – <i>O Sistema Financeiro</i> .....	51
II.5 – <i>Os Choques Externos</i> .....	53
II.5.1 – <i>A crise russa e a fragilidade argentina</i> .....	54
II.5.1.1 – <i>Uma análise comparativa</i> .....	58
CAPÍTULO III – A RECUPERAÇÃO .....	63
III. 1 - <i>Introdução</i> .....	63
III. 2 – <i>O Desempenho Macroeconômico entre 2002 e 2005</i> .....	67
Conclusão.....	83
Referências Bibliográficas .....	86

## ÍNDICE DE FIGURAS, GRÁFICOS E TABELAS

Figura 1 - Milagre da Fênix: Uma Comparação com a Grande Depressão de 1929 .....	19
Figura 2 - Variáveis Secundárias: Uma Comparação com a Grande Depressão de 1929 .....	22
Figura 3 - Condição Externa e Reservas .....	30
Figura 4 – Parada Súbita, Dolarização, Crise Financeira e Colapso Econômico: .....	61
Gráfico 1 - Fluxo Real de Capital Privado para os Mercados Emergentes .....	14
Gráfico 2 - Transações Financeiras entre a Argentina e o FMI, 1991-2002 .....	31
Gráfico 3 - Inflação, 1992 - 2002* .....	32
Gráfico 4 – PIB .....	33
Gráfico 5 - Dívida do Setor Público e Saldo Global do Governo, 1991 - 2001 .....	39
Gráfico 6 - Arrecadação Tributária Nacional, 1990 - 2001 .....	42
Gráfico 7 - Total de Recursos Transferidos para as Províncias .....	46
Gráfico 8 - Balança Comercial e Balanço em Conta Corrente, .....	50
Gráfico 9 - Fluxo Financeiro Externo e Crescimento Econômico para o LAC-7* .....	55
Gráfico 10 - Expansão e Contração dos Fluxos de Capitais para o LAC-7, 1990 – 2002* .....	56
Gráfico 11 - Taxa de Câmbio Nominal .....	65
Gráfico 12 - Taxa de Câmbio Real e Nominal, 2002 - 2005.....	69
Gráfico 13 - Inflação, 1998 - 2005 .....	70
Gráfico 14 – PIB .....	71
Gráfico 15 - Exportações, Importações, Saldo da Balança Comercial e Saldo em Transações Correntes, 1998 – 2005.....	72
Gráfico 16 - Dívida Pública .....	73
Gráfico 17 - Comércio com o MERCOSUL e o Brasil .....	77
Gráfico 18 - Aportes de IED do Setor Privado Não Financeiro .....	78
Gráfico 19 – Investimento.....	79
Gráfico 20 - Empréstimos ao Setor Privado Não Financeiro .....	80
Gráfico 21 - Índice de Salários .....	81
Tabela 1 - Episódios de Contração do Produto, 1980 - 2004.....	15
Tabela 2 - Episódios de Colapso 3S .....	16
Tabela 3 - Diferenças Médias entre os Pontos de Pico, de Queda e de Recuperação Total.....	24
Tabela 4 - Milagre da Fênix: Diferenças Médias entre os Pontos de Pico, de Queda e de Recuperação para as Variáveis Secundárias .....	25
Tabela 5- Desemprego na Argentina.....	36
Tabela 6 - Índice de Gini para países selecionados, 1950 - 2005 .....	37
Tabela 7 - Pagamento de Juros .....	39
Tabela 8 - A Participação do Capital Nacional e Estrangeiro nas Privatizações, .....	41
Tabela 9 - Expansão e Contração dos Fluxos de Capitais por Países.....	58
Tabela 10 - Parada Súbita, Abertura e Ajuste da Taxa de Câmbio Real na Argentina e no Chile .....	59
Tabela 11- A Economia em 2002 .....	64

Tabela 12 - Exportações FOB por tipo de bem .....	75
Tabela 13 - Taxa de Desemprego, 1998 – 2005 .....	81
Tabela 14 - Pobreza e Indigência .....	82

## INTRODUÇÃO

Pela trajetória econômica da Argentina nas últimas décadas é possível dizer que o país tem como característica a resiliência e como rotina o enfrentamento de adversidades.

Na década de 1980, o país vivia um cenário econômico desconfortável expresso por uma estagnação combinada com altas taxas de inflação. Nesse contexto, o presidente Raúl Alfonsín deixa o cargo em 1989 após ter falhado no objetivo de resgatar a economia.

Menem assume a presidência tendo grandes desafios pela frente: colocar novamente a economia em uma trajetória de crescimento e controlar a inflação, que no final nos anos 80 já estava em um nível de hiperinflação.

O descrédito do modelo de gestão estatal mais intervencionista e protecionista da década anterior abriu espaço para que as ideias e reformas neoliberais realizadas pelo governo Menem não sofressem resistência. O principal projeto desse período foi o Plano de Conversibilidade lançado em 1991, que consistiu fundamentalmente na fixação da taxa de câmbio em uma paridade de 1 para 1 com o dólar e na substituição do austral pelo peso.

Em termos de descontinuidade dos problemas crônicos da década de 1980, o plano foi um sucesso. No entanto, o êxito foi às custas da deterioração das condições sociais e de um aumento expressivo da vulnerabilidade do país em relação às mudanças no mercado internacional.

Com a mudança no cenário externo a partir de 1998, a economia argentina e o plano de conversibilidade são testados na sua capacidade de resistir a múltiplos choques adversos. Contudo, a Argentina fracassa e a conversibilidade é abandonada, fazendo com que o país vivesse no início do século XXI, a pior crise de sua história recente.

Surpreendentemente, em poucos anos a economia volta a apresentar um desempenho bastante dinâmico. O governo de Néstor Kirchner, iniciado em 2003, adota como estratégia a manutenção da taxa de câmbio real em um patamar alto. Essa decisão foi a base para a recuperação ocorrida após o fim da conversibilidade.

O presente trabalho tem como objetivo compreender como se deu a recuperação de uma crise tão profunda como a de 2001 na Argentina. Além disso, identificar se a reversão foi

no formato em V e se confirmado, estabelecer as razões para esse comportamento. Também será descrita a trajetória econômica do país durante a década de 1990, apontando os antecedentes da crise.

No primeiro capítulo, será apresentado um estudo que procura identificar padrões e estabelecer um perfil das crises financeiras ocorridas em países emergentes no período de 1980 a 2004. Especialmente, entre a década de 1990 e os primeiros anos do século XXI, ocorrem diversas crises caracterizadas pela combinação de colapsos no produto com a interrupção do fluxo de capitais, consequência de perturbações no mercado internacional. Nesses colapsos, denominados 3S (*Systemic Sudden Stop*), chama a atenção a recuperação rápida e robusta do produto, sem a recomposição do crédito.

No capítulo subsequente, será analisada a década de 1990, período anterior à crise. Com a intenção de compreender e identificar os antecedentes, serão apresentados dados históricos e econômicos. Ao final do capítulo será demonstrada uma análise comparativa entre o desempenho da economia chilena e da argentina após a crise russa de 1998. O objetivo é esclarecer o porquê do Chile, apesar de ter passado por importantes ajustes macroeconômicos, não ter colapsado como a Argentina.

O terceiro capítulo consiste na análise dos anos entre 2002 e 2005, fase de recuperação da economia, coincidindo com a presença de Roberto Lavagna à frente do Ministério da Economia, bem como, com o governo de Néstor Kirchner, a partir de 2003. Aqui também serão explanados dados históricos e econômicos, com o intuito de compreender a retomada do crescimento argentino após a crise.

# CAPÍTULO I – COLAPSOS ECONÔMICOS E O MILAGRE DA FÊNIX

## *I. 1 - Introdução*

A frequência de crises financeiras nos países em desenvolvimento se intensificou entre o início da década de 1990 até os primeiros anos do atual século. Essas crises atingiram um grande número de nações, muitas com perfis econômicos bem distintos, comprometendo drasticamente seus produtos. Mais recentemente, três<sup>1</sup> delas impactaram a Argentina, com destaque para a crise russa em 1998 que provocou danos severos em sua economia a levando a uma crise profunda, que também faz parte do conjunto de colapsos ocorridos no período mencionado acima.<sup>2</sup>

Calvo, Izquierdo e Talvi (2006) identificaram que muitas dessas crises envolvendo colapsos do produto aconteciam de forma conjugada com episódios de parada súbita nos fluxos de capitais, esses eventos combinados caracterizam episódios denominados por eles de 3S. De acordo com a definição dos próprios autores, a expressão *Systemic Sudden Stop* (Parada Súbita Sistêmica) ou 3S corresponde a períodos de colapso nos fluxos de capitais e de aumento no custo do financiamento externo que atingem concomitantemente um grande número de economias de mercados emergentes. Nesse sentido, podemos entender os episódios 3S como “colapsos do produto que ocorrem durante um período de queda dos fluxos de capitais em um contexto de turbulência substancial nos mercados de capitais globais”<sup>3</sup>. (CALVO; IZQUIERDO e LOO-KUNG, 2005: 15 – Tradução nossa) A crise da Argentina ocorre dentro desse contexto de saída de capitais e tem como consequência uma grande queda do PIB.

---

<sup>1</sup> As outras duas crises se tratam da crise Tequila em 1994 e da crise asiática em 1997.

<sup>2</sup> Apesar de entenderem que a crise cambial argentina só ocorre em fevereiro de 2002, no estudo os autores consideram que a crise argentina teve início em maio de 1999 quando é identificada uma parada brusca nos fluxos de capitais do país. Essa antecipação está relacionada à definição de eventos 3S utilizada, isto é, episódios de queda brusca e inesperada no fluxo de capitais. Para os autores, a crise russa foi o estopim para o desenvolvimento de uma crise na Argentina que chegaria ao ápice em 2002.

<sup>3</sup> “Output collapses that occur during a period of plummeting capital flows in a context of substantial turmoil in global capital markets”. (Trecho original)

Os autores tinham interesse em compreender a dinâmica desses choques do início até a reversão, com especial atenção à fase de recuperação, pois é justamente nessa fase que ocorre o que chamaram de o Milagre da Fênix. Eles observaram que essas crises têm como origem uma perturbação financeira e externa, e que o desenrolar delas está condicionado a vulnerabilidades domésticas.

Em se tratando do início das mesmas, o ponto de partida são choques no sistema financeiro global que se alastram para os países por meio de contágio. O contágio pode ocorrer por diferentes vias, três possibilidades são apresentadas no texto (CALVO; IZQUIERDO e TALVI, 2006: 15):

1. No caso dos países figurarem uma mesma classe de ativos;
2. Se suas fontes de empréstimo fossem no mesmo grupo de bancos;
3. Também haveria chance de contágio caso a iliquidez dos investidores internacionais alcançasse os países, uma vez que os primeiros vão se desfazendo de seus ativos a fim de restabelecer a liquidez.

Contudo, ainda que o ponto de partida seja um acontecimento externo, os fatores internos são decisivos quando se trata da magnitude em que cada país é afetado. Isso significa dizer que “a probabilidade de sofrer uma parada súbita plena, condicionada à materialização de uma parada súbita ‘incipiente’ poderia ser uma função de fatores domésticos”<sup>4</sup>. (CALVO; IZQUIERDO e LOO-KUNG, 2005: 3 – Tradução nossa)

Os autores apontam a dolarização do passivo e o tamanho da oferta de bens comercializáveis como potenciais fragilidades. Os países estarão mais vulneráveis quanto maior for a dolarização e menor for a oferta de bens comercializáveis, portanto, estas são características econômicas estruturais que aumentam a chance de ocorrência de um evento 3S mais grave.

## ***I. 2 - Metodologia***

Conforme foi dito na seção anterior, Calvo, Izquierdo e Talvi (2006) procuram compreender toda a trajetória dessas crises financeiras vivenciadas pelos países emergentes nas últimas décadas.

---

<sup>4</sup> “The probability of experiencing a full-fledged Sudden Stop, conditional on the materialization of a ‘incipient’ Sudden Stop could be a function of domestic factors”. (Trecho original)

Para elaborarem essa análise eles utilizaram como base os países avaliados pelo Índice de Títulos de Mercados Emergentes (EMBI) da JP Morgan.<sup>5</sup> A escolha dessa amostra tem como objetivo garantir que os países estudados participem ativamente do mercado de capitais global, já que é mais provável a ocorrência de parada súbita do fluxo de capitais em países integrados financeiramente a esse mercado. Além dessa intenção, os autores buscaram isolar influências indesejadas: “Esta amostra aumenta as chances de capturar episódios decorrentes de choques sistêmicos de crédito, ao contrário de uma miríade de outros fatores por trás das contrações dos produtos”<sup>6</sup>. (CALVO; IZQUIERDO e TALVI, 2006: 11- Tradução nossa)

Essa necessidade de isolamento decorre da curiosa participação do crédito nesses episódios. Uma característica dos eventos 3S é que juntamente com o declínio do produto<sup>7</sup> ocorre um choque sobre o crédito. No entanto, de forma controversa, a recuperação do produto é rápida, mas se dá sem a restauração do crédito, seja ele doméstico ou internacional. Esse fenômeno é chamado de o milagre da Fênix.

Os autores elegeram os anos entre 1980 e 2004 como o período base para identificação de episódios de colapso no produto. O recorte temporal feito para a pesquisa também não foi aleatório. Durante esses anos, houve um abundante fluxo de capitais para os mercados emergentes. Contudo, nesses 24 anos, o ingresso de capitais não foi estável, como pode ser visto no gráfico 1, houveram anos com maior fluxo que outros.

Tendo como partida o espaço temporal limitado para o estudo e os países envolvidos na elaboração do EMBI global, a busca por episódios de contração do produto foi orientada na intenção de encontrar contrações cumulativas, isto é, aquelas retrações que persistiam ao longo dos anos. Como resultado, está a seleção de oitenta e três eventos mostrada na tabela 1.

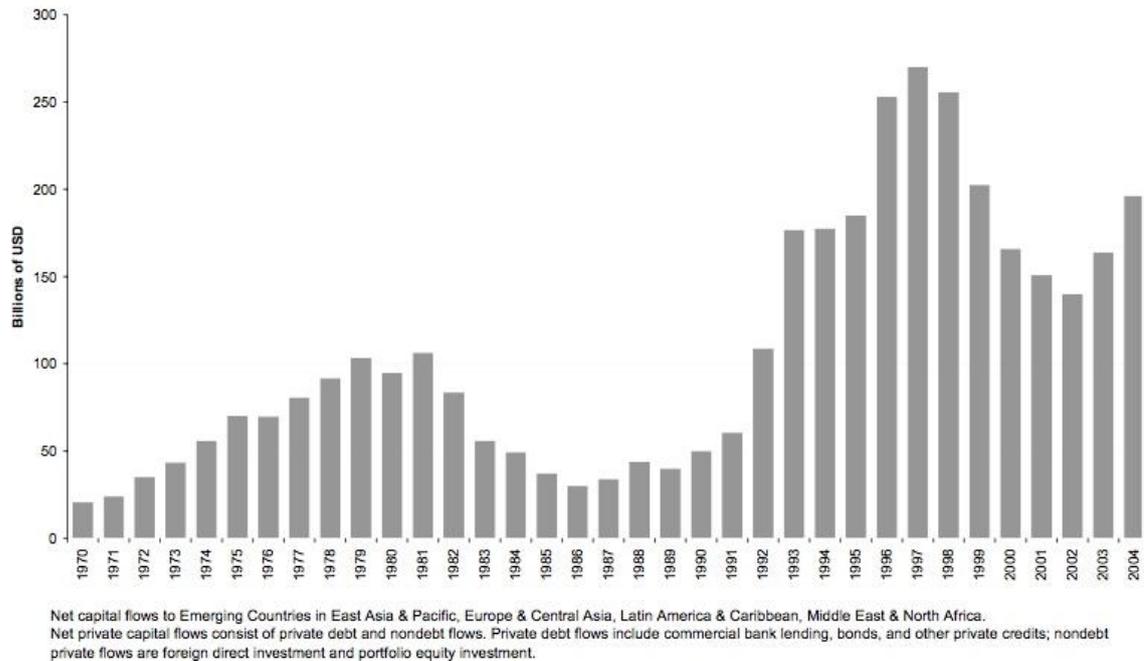
---

<sup>5</sup> São eles: África do Sul, Argentina, Brasil, Bulgária, Chile, Colômbia, Croácia, Costa do Marfim, Equador, El Salvador, Filipinas, Hungria, Indonésia, Líbano, Malásia, Marrocos, México, Nigéria, Panamá, Peru, Polônia, República Tcheca, República Dominicana, Rússia, Tailândia, Tunísia, Turquia, Ucrânia, Uruguai e Venezuela.

<sup>6</sup> “*This sample increases the chances of capturing episodes stemming from systemic credit shocks, as opposed to the myriad of other factors behind output contractions*”. (Trecho original)

<sup>7</sup> Os autores concluíram que nesses eventos ocorria um grande impacto sobre o produto, chegando a uma queda de 10% do PIB na amostra analisada pelos mesmos.

### Gráfico 1 - Fluxo Real de Capital Privado para os Mercados Emergentes



Fonte: CALVO, IZQUIERDO E TALVI, (2006)

Para cada um dos oitenta e três eventos os autores determinaram três pontos que relacionam nível de produto e instante no tempo:

- Ponto de queda: O momento em que o produto atinge seu valor mínimo<sup>8</sup>;
- Ponto de pico: Determinado pelo período em que se encontra a maior quantidade de produto antes da queda;
- Ponto de recuperação: Quando o produto se iguala ao seu maior valor pré-crise, ou seja, quando o produto retorna ao nível estabelecido como o de pico<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> Uma vez verificado o momento da queda, o passo seguinte é averiguar se a direita dele não há nenhum valor inferior, que não constituísse um colapso e cuja ocorrência fosse anterior a três períodos do primeiro ponto da queda determinado (possibilitando, assim, a inclusão de recessões em  $w$  como parte da amostra). Caso houvesse, esse novo valor seria considerado o novo ponto da queda e o episódio seria estendido para incluir esse novo ponto. Essa situação se confirmou em cinco eventos.

<sup>9</sup> Em alguns episódios, considerou-se que a recuperação aconteceu com um nível de produto menor que o registrado como o auge pré-crise. Esses casos ocorreram devido a outro evento de colapso do produto que se sucedeu antes que fosse concluída a regeneração do produto ao patamar do ponto de pico. Esse caso se aplica a seis episódios dos oitenta e três.

Como se pode observar na tabela 1, a queda no produto vai desde 0,10% até -61,59%, constituindo um amplo intervalo que tem como média uma retração no produto de 7,8%. Como metodologia de pesquisa, foram considerados efetivamente colapsos no produto somente perdas a partir de 4,4%.

Diante desse critério, foram desconsiderados 38 episódios por não se encaixarem na condição mencionada acima. Portanto, da amostra inicial restaram 45 eventos que apresentaram perdas de produto maiores ou iguais a 4,4%.

**Tabela 1 - Episódios de Contração do Produto, 1980 - 2004**

Episódios Não -Sistêmicos						Episódios 3S					
Type	Country	Peak	Trough	Recovery	Output Decline	Type	Country	Peak	Trough	Recovery	Output Decline
Mild	Algeria	1986	1988	1989	-1.69%	Collapse	Argentina	1980	1982	1984	-10.36%
Mild	Algeria	1990	1991	1992	-1.20%	Collapse	Argentina	1998	2002	2004	-18.36%
Mild	Algeria	1992	1994	1995	-2.98%	Mild	Argentina	1994	1995	1996	-2.85%
Collapse	Argentina	1984	1985	1987	-7.59%	Collapse	Brazil	1980	1983	1985	-7.12%
Collapse	Argentina	1987	1990	1992	-12.02%	Collapse	Chile	1981	1983	1986	-13.72%
Mild	Brazil	1987	1988	1989	-0.10%	Mild	Chile	1998	1999	2000	-1.14%
Mild	Brazil	1989	1990	1991	-4.30%	Mild	Colombia	1998	1999	2002	-4.20%
Mild	Brazil	1991	1992	1993	-0.50%	Collapse	Côte d'Ivoire	1982	1984	1986	-6.50%
Mild	Brazil	2002	2003	2004	-0.20%	Collapse	Ecuador	1998	1999	2001	-6.30%
Collapse	Bulgária	1988	1993	1995	-26.49%	Mild	Ecuador	1981	1983	1984	-3.09%
Collapse	Bulgária	1995	1997	2002	-14.47%	Collapse	El Salvador	1980	1982	1992	-16.10%
Collapse	Côte d'Ivoire	2001	2004	-	-6.18%	Collapse	Indonesia	1997	1998	2003	-13.13%
Mild	Côte d'Ivoire	1986	1987	1988	-0.35%	Mild	Lebanon	1999	2000	2001	-0.50%
Mild	Côte d'Ivoire	1989	1990	1991	-1.10%	Collapse	Malaysia	1997	1998	2000	-7.36%
Mild	Côte d'Ivoire	1991	1993	1994	-0.44%	Collapse	Mexico	1981	1983	1985	-4.80%
Mild	Côte d'Ivoire	1999	2000	2001	-2.27%	Collapse	Mexico	1994	1995	1997	-6.17%
Collapse	Croatia	1990	1993	2004	-35.92%	Collapse	Morocco	1994	1995	1996	-6.58%
Collapse	Czech Republic	1990	1992	2000	-12.07%	Mild	Morocco	1980	1981	1982	-2.76%
Collapse	Dominican Republic	1989	1990	1992	-5.83%	Mild	Morocco	1982	1983	1984	-0.56%
Mild	Dominican Republic	2002	2003	2004	-0.40%	Mild	Morocco	1996	1997	1998	-2.23%
Mild	Ecuador	1986	1987	1988	-2.15%	Collapse	Nigeria	1980	1984	1989	-21.88%
Collapse	Hungary	1989	1993	2000	-18.05%	Collapse	Peru	1981	1983	1986	-12.33%
Mild	Hungary	1984	1985	1986	-0.25%	Mild	Peru	1997	1998	1999	-0.65%
Mild	Hungary	1987	1988	1989	-0.07%	Mild	Philippines	1997	1998	1999	-0.58%
Collapse	Lebanon	1988	1989	1991	-42.45%	Collapse	Russia	1997	1998	1999	-5.30%
Mild	Malaysia	1984	1985	1986	-1.12%	Collapse	South Africa	1981	1983	1984	-6.07%
Mild	Mexico	1985	1986	1989	-3.75%	Collapse	South Korea	1997	1998	1999	-6.85%
Mild	Mexico	2000	2001	2002	-0.12%	Collapse	Thailand	1996	1998	2002	-11.74%
Collapse	Morocco	1991	1993	1994	-5.00%	Mild	Tunisia	1981	1982	1983	-0.49%
Mild	Morocco	1986	1987	1988	-2.54%	Collapse	Turkey	1993	1994	1995	-5.46%
Mild	Morocco	1998	1999	2000	-0.08%	Collapse	Turkey	1998	1999	2000	-4.71%
Collapse	Panama	1982	1983	1985	-4.49%	Collapse	Uruguay	1981	1984	1991	-19.95%
Collapse	Panama	1986	1988	1991	-14.95%	Collapse	Venezuela, Rep. Bol.	1980	1983	1986	-6.10%
Collapse	Peru	1987	1990	1996	-23.53%						
Collapse	Philippines	1983	1985	1989	-14.10%						
Mild	Philippines	1990	1991	1993	-0.58%						
Collapse	Poland	1990	1991	1994	-7.01%						
Collapse	Russia	1989	1996	1997	-41.91%						
Mild	South Africa	1984	1985	1988	-4.00%						
Mild	South Africa	1989	1992	1994	-3.44%						
Mild	Tunisia	1985	1986	1987	-1.45%						
Collapse	Turkey	2000	2001	2003	-7.49%						
Collapse	Ukraine	1989	1999	2004	-61.59%						
Collapse	Uruguay	1998	2002	2004	-17.69%						
Mild	Uruguay	1994	1995	1996	-1.45%						
Collapse	Venezuela, Rep. Bol.	1988	1989	1991	-8.57%						
Collapse	Venezuela, Rep. Bol.	1998	1999	2001	-6.09%						
Collapse	Venezuela, Rep. Bol.	2001	2003	2004	-15.91%						
Mild	Venezuela, Rep. Bol.	1993	1994	1995	-2.35%						
Mild	Venezuela, Rep. Bol.	1995	1996	1997	-0.19%						

Fonte: CALVO, IZQUIERDO e TALVI, (2006)

Após determinar os episódios que poderiam ser classificados como colapsos no produto, foram peneirados entre os 45 restantes aqueles que ocorreram durante ocasiões de

parada súbita dos fluxos de capitais. Desta forma, foram identificados aqueles que se enquadram como eventos 3S de fato. Para fazer essa triagem, Calvo, Izquierdo e Talvi (2006: 15 – Tradução nossa):

“(...) definem uma janela 3S como a união de: *i*) uma janela de fluxo de capital contendo uma grande queda nos fluxos de capital para um determinado país superior a dois desvios-padrão da sua média (que começa quando a queda nos fluxos de capital excede um desvio padrão, e termina quando é menor do que um desvio padrão), que se sobrepõe em qualquer ponto no tempo, com; *ii*) uma janela de spread agregado contendo um aumento no agregado EMBI spread superior a dois desvios-padrão da sua média (que começa quando o spread EMBI agregado exceder um desvio-padrão, e termina quando ele é menor do que um desvio padrão”<sup>10</sup>.

Dadas essas condições, os autores concluem que “se os picos pré-crise ou [de] queda de um colapso do produto previamente identificado”<sup>11</sup> se encontram dentro do quadro acima definido, temos um evento 3S. Assim, a amostra termina com 22 episódios conforme a lista da tabela 2.

**Tabela 2 - Episódios de Colapso 3S**

Country	Peak	Trough	Recovery	Output Decline
Argentina	1980	1982	1984	-10.36%
Argentina	1998	2002	2004	-18.36%
Brazil	1980	1983	1985	-7.12%
Chile	1981	1983	1986	-13.72%
Côte d'Ivoire	1982	1984	1986	-6.50%
Ecuador	1998	1999	2001	-6.30%
El Salvador	1980	1982	1992	-16.10%
Indonesia	1997	1998	2003	-13.13%
Malaysia	1997	1998	2000	-7.36%
Mexico	1981	1983	1985	-4.80%
Mexico	1994	1995	1997	-6.17%
Morocco	1994	1995	1996	-6.58%
Nigeria	1980	1984	1989	-21.88%
Peru	1981	1983	1986	-12.33%
Russia	1997	1998	1999	-5.30%
South Africa	1981	1983	1984	-6.07%
South Korea	1997	1998	1999	-6.85%
Thailand	1996	1998	2002	-11.74%
Turkey	1993	1994	1995	-5.46%
Turkey	1998	1999	2000	-4.71%
Uruguay	1981	1984	1991	-19.95%
Venezuela, Rep. Bol.	1980	1983	1986	-6.10%

Fonte: CALVO, IZQUIERDO e TALVI, (2006)

<sup>10</sup> “(...) define a 3S window as the union of: *i*) a capital-flow window containing a large fall in capital flows for a given country exceeding two standard deviations from its mean (that starts when the fall in capital flows exceeds one standard deviation, and ends when it is smaller than one standard deviation) that overlaps at any point in time with; *ii*) an aggregate-spread window containing a spike in the aggregate EMBI spread exceeding two standard deviations from its mean (which starts when the aggregate EMBI spread exceeds one standard deviation, and ends when it is smaller than one standard deviation)”. (Trecho original)

<sup>11</sup> “If either the pre-crisis peak or trough of a previously identified output collapse episode”. (Trecho original)

### ***I. 3 – Análise dos resultados***

Uma vez determinado o escopo da análise, e verificados os meios e métodos utilizados para atingir a sua finalidade, daremos prosseguimento a investigação pelo exame das ideias e conclusões encontradas pelos autores.

Os gráficos da figura 1 representam o comportamento em média nos episódios 3S estudados das seguintes variáveis: PIB, produtividade total dos fatores, estoque de capital, investimento, crédito bancário para o setor privado e o balanço de conta corrente como porcentagem do PIB (utilizado como indicação para a mensuração do financiamento externo). Todos eles apresentam como referência analítica o desempenho do PIB em média durante os colapsos. Cada gráfico compreende uma janela temporal de cinco anos e acompanha todo o processo desde o pico até a recuperação tendo o momento da queda do produto como centro. (CALVO; IZQUIERDO e TALVI, 2006)

Uma das características chave do conjunto observado de colapsos do produto coincidentes com paradas súbitas é a recuperação rápida do PIB após esses eventos. O estudo indica que, em média, cerca de dois anos após uma queda de 7%, ele retorna ao maior valor registrado antes da crise (ponto de pico).<sup>12</sup> Conforme a figura 1, a trajetória do PIB durante esses eventos tem um formato em V, mostrando justamente que ao mesmo tempo em que as perdas são grandes e súbitas, a reversão é robusta e acelerada, ao contrário de uma recuperação na forma U, que é mais suave e lenta.

A curva da produtividade total dos fatores (PTF) apresenta o mesmo formato que a do PIB como se observa no gráfico A. A similaridade entre o comportamento do PIB e da PTF não é ocasional, constatou-se que o comportamento do PIB é em grande parte determinado pela PTF. A PTF calculada<sup>13</sup> justifica quase que totalmente a queda no produto e está vinculada a 76% da sua recuperação.

A produtividade se comporta de forma análoga ao PIB durante todo o processo que se desenrola entre o ponto de pico e o de recuperação, ou seja, verifica-se também uma perda rápida seguida por uma recuperação em igual velocidade. A PTF cai em torno de 8,4% e

---

<sup>12</sup> Tanto a porcentagem da queda quanto o tempo de recuperação não exibem as mesmas médias encontradas para os 22 episódios analisados que são 10% e 2,8 anos, respectivamente.

<sup>13</sup> Os autores fazem uma distinção entre os valores da PTF que eles encontram por meio de seus cálculos e os valores que efetivamente essa variável obteve na realidade. Por essa razão que ora ela é chamada de PTF calculada (*measured TFP*) e ora por PTF real (*true TFP*).

recupera 78% do valor perdido no momento em que o PIB se recompõe totalmente ao nível pré-crise.

O formato em V da curva da PTF suscita algumas considerações e questionamentos. Primeiramente, não se pode atribuir exclusivamente às mudanças tecnológicas a causa das variações nesse parâmetro durante esses colapsos. Acreditar nessa possibilidade seria o mesmo que considerar factível que tenha ocorrido “(...) [uma] grande e súbita perda de memória, um ‘maciço ataque de Alzheimer’, por assim dizer, com respeito ao processo de produção, e uma subsequente e súbita recuperação da doença de Alzheimer após o colapso do produto”<sup>14</sup>. (Ibid.: 6 – Tradução nossa) Por esse motivo os autores acreditam que ao contrário do que ocorre com a PTF calculada, o comportamento real da PTF provavelmente é constante durante o processo colapso-recuperação. Além disso, deve haver outro fator por trás do comportamento da PTF calculada. A hipótese é que as restrições financeiras relacionadas ao colapso influenciem seu comportamento. “Durante uma fase dramática de desordem financeira, as empresas tendem a dedicar grande parte de sua atenção para a recomposição de seu financiamento, dando pouca atenção ao aumento da produtividade dos fatores”<sup>15</sup>. (Ibid.: 6 – Tradução nossa)

A presunção do comportamento constante da PTF real é fundamental para que o ponto de recuperação possa ser aquele em que o nível de produto se iguala ao seu maior patamar pré-crise. Caso contrário, as oscilações da PTF teriam que ser consideradas e a determinação do ponto de recuperação responderia a outro critério.

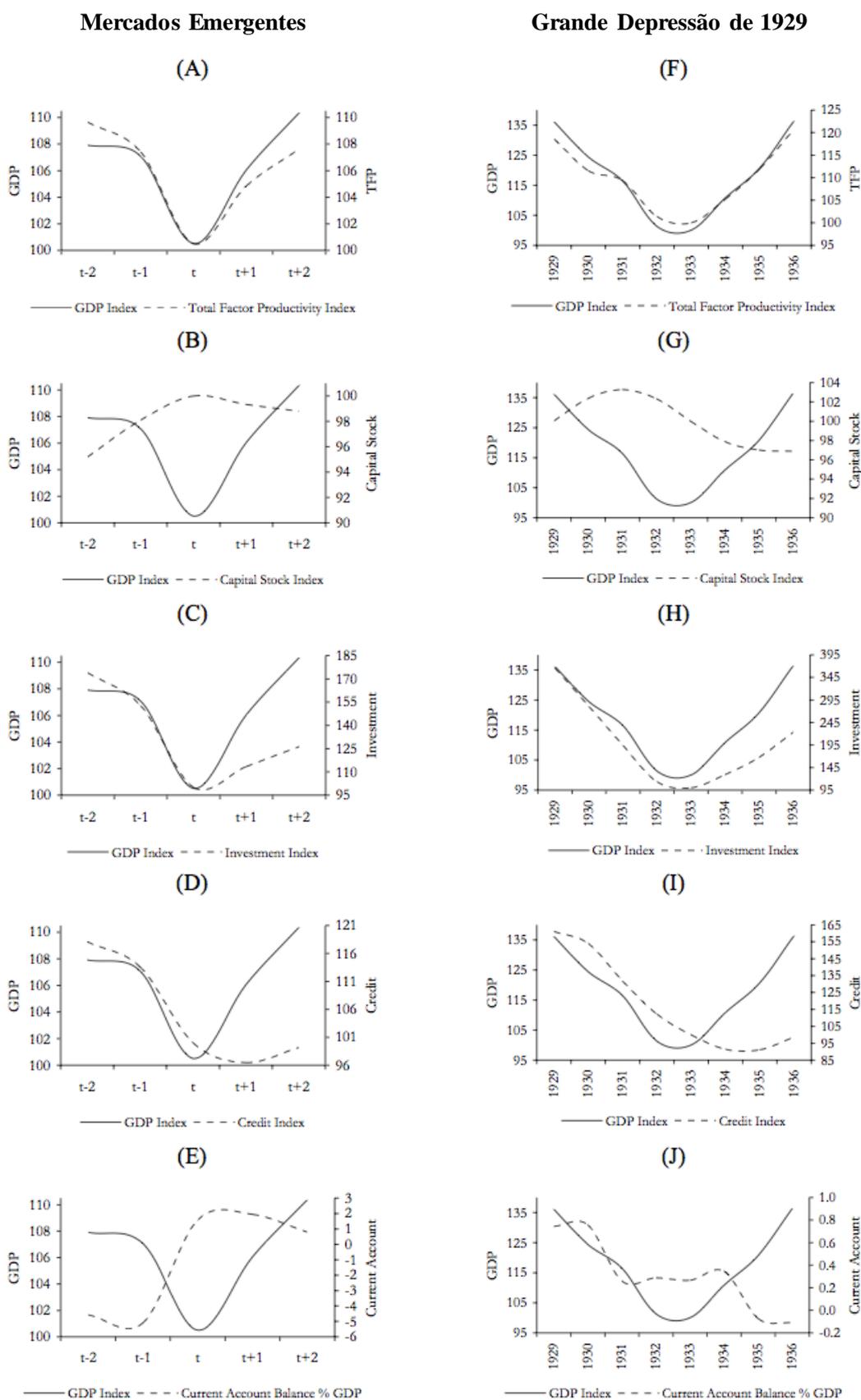
O gráfico B exhibe os movimentos do estoque de capital ante o processo de perda e recomposição do produto. Desde o momento da queda até a recuperação, essa variável se mantém praticamente constante. As oscilações são decorrentes de uma pequena elevação de 5% e de uma suave redução de 1,2% registrada posteriormente. O saldo de todo o processo, do auge à recuperação do produto, é um aumento de 3,8% do estoque de capital. A dinâmica de seu comportamento também não é ocasional e é muito influenciada pela forte relação com o desempenho do investimento. “Na verdade, é justamente o colapso do investimento, e sua

---

<sup>14</sup> “(...) [a] large and sudden loss of memory, a ‘masive Alzheimer’s attack’, so to say, regarding the production process, and a subsequent and sudden recovery from Alzheimer’s disease following output collapse”. (Trecho original)

<sup>15</sup> “During a phase of dramatic financial disarray, firms are likely to devote much of their attention to the recomposition of their financing, paying little attention to increasing factor productivity”. (Trecho original)

**Figura 1 - Milagre da Fênix: Uma Comparação com a Grande Depressão de 1929**



Fonte: CALVO, IZQUIERDO e TALVI, (2006)

incapacidade de se recuperar, que explica a constância do estoque de capital”<sup>16</sup>. (Ibid.: 7 – Tradução nossa)

De acordo com o gráfico C, entre o pico e a queda do produto há um abrupto declínio no investimento de em torno de 42%. Contudo, de forma antagônica ao PIB, a redução do investimento não é revertida rapidamente, em dois anos somente 35% da quantidade perdida é recomposta.

Assim como o investimento, o crédito não consegue se regenerar, seja ele doméstico ou externo. O crédito é considerado uma variável chave para os eventos 3S. Nos colapsos considerados suaves (*mild collapses*) a recuperação do produto ocorre juntamente com a recomposição do crédito. A particularidade dos colapsos 3S é que a recuperação do produto ocorre sem que o mesmo tenha ocorrido com o crédito. Por essa razão, esses eventos são considerados milagres da Fênix. A economia ressurgiu das “cinzas” após esse tipo de colapso. Como mostra o gráfico E, após uma queda de 15%, o crédito doméstico não se reestabelece nem parcialmente até o final do processo. O financiamento externo também não se recupera como pode se observar pela análise do comportamento do balanço em conta corrente no gráfico E:

“A média do balanço em conta corrente ajusta por cerca de 6 % do PIB do pico pré-crise para a queda, e permanece relativamente constante em altos níveis de superávit a partir daí, o que implica que apenas cerca de 13% da reversão inicial da conta corrente está realizada no momento da recuperação total”<sup>17</sup>. (Ibid.: 18 – Tradução nossa)

Os autores incluem como objeto de estudo um dos eventos de colapso do produto mais conhecido. O objetivo é identificar onde a Grande Depressão e os episódios de colapsos no produto estudados se aproximam e se distanciam. A crise de 29 foi um episódio de colapso do produto, contudo, pode ser considerado um milagre da Fênix como os vinte e dois eventos analisados? Não iremos adentrar tão profundamente no assunto como o fazem Calvo, Izquierdo e Talvi (2006), no entanto, iremos até a medida justa do que é relevante para o presente trabalho.

<sup>16</sup> “In fact, it is precisely the collapse in investment, and its failure to recover, that explains the constancy of the capital stock”. (Trecho original)

<sup>17</sup> “The average current account balance adjust by about 6 percentage points of GDP from pre-crisis peak to trough, and it remains relatively constant at high surplus levels thereafter, implying that only close to 13 percent of initial current account reversal is closed at the time of full recovery”. (Trecho original)

No que diz respeito às variáveis observadas nos episódios de colapso do produto das economias emergentes, pode-se dizer que o comportamento das mesmas é muito semelhante durante a crise de 1929, com exceção do saldo em conta corrente que traça uma trajetória diferente. Enquanto no caso dos países emergentes a tendência do balanço de conta corrente é de superávit, na crise dos EUA o balanço fica cada vez mais deficitário no decorrer do processo de colapso-recuperação. Além disso, outro ponto que cabe uma ressalva, é que apesar de no episódio americano a recuperação também ocorrer sem a recomposição do crédito, a falta de crédito não é externa, mas sim doméstica.

Porém, o comportamento de outras variáveis (que chamaremos de secundárias), que também é padrão entre os episódios ocorridos nos mercados emergentes, difere radicalmente do que é observado na crise americana de 1929. Para os colapsos no produto experimentados pelas economias emergentes temos inflação, depreciação da taxa de câmbio tanto nominal quanto real e grande queda do salário real. O colapso americano se encontra no outro extremo: deflação, apreciação cambial e aumento do salário real. Portanto, pode-se dizer que:

“Curiosamente, a Grande Depressão também experimenta um processo de Milagre da Fênix em que ocorre a recuperação do produto praticamente sem recuperação de crédito ao sector privado.(...) No entanto, as diferenças tornam-se particularmente evidentes quando se analisa os elementos adicionais da fase de colapso”<sup>18</sup>. (Ibid.: 22-23 – Tradução nossa)

Uma vez apresentadas as conclusões da análise empírica da amostra de vinte e dois episódios 3S, será exposto o estudo estatístico realizado com as variáveis examinadas anteriormente com exceção do PIB.<sup>19</sup> Os autores iniciam pela observação do desempenho da produtividade e repetem o mesmo procedimento utilizado no exame da mesma para os outros parâmetros.

“Nós estamos interessados em determinar diferenças percentuais significativas na TFP entre os pontos de pico pré-crise, de queda e de recuperação completa, com base em valores de episódios individuais. De forma análoga aos testes de hipótese, corremos uma regressão das diferenças percentuais na TPF (que abrange todos os episódios) contra uma constante para determinar o seu significado usando estatísticas t. Este procedimento é aplicado a diferenças do pico pré-crise para a queda,

---

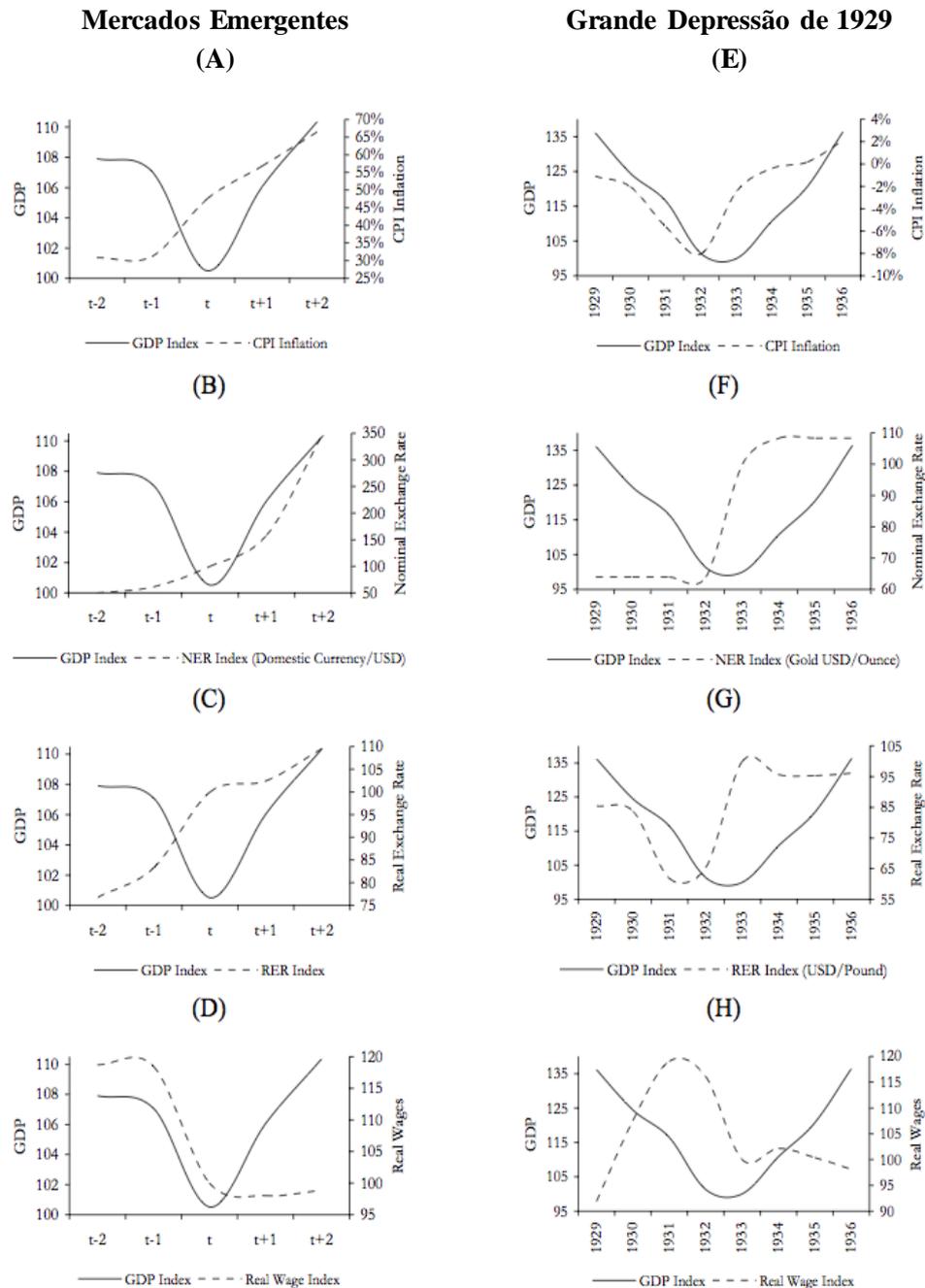
<sup>18</sup> “*Interestingly, the Great Depression also experience a Phoenix Miracle-type process in that output recovery occurs with virtually no recovery of private sector credit. (...) However differences become particularly evident when analysing additional elements of the collapse phase*”. (Trecho original)

<sup>19</sup> Nesse estudo, assim como continua sendo feito com o balanço em conta corrente, os autores avaliaram o investimento e o crédito como porcentagem do PIB.

da queda para a recuperação completa, e do pico pré-crise para a recuperação plena”<sup>20</sup>. (Ibid.: 18 – Tradução nossa)

Os resultados obtidos por meio da inferência estatística confirmam aqueles

**Figura 2 - Variáveis Secundárias: Uma Comparação com a Grande Depressão de 1929**



Fonte: CALVO, IZQUIERDO e TALVI.

<sup>20</sup> “We are interested in determining significant percentage differences in TFP between pre-crisis peak, trough, and full recovery points, based on individual episode values. In analogous fashion to difference-in-means tests, we run a regression of percentage differences in TFP (covering all episodes) against a constant to determine their significance using standard  $t$ -statistics. This procedure is applied to differences from pre-crisis peak to trough, trough to full recovery, and pre-crisis peak to full-recovery”. (Trecho original)

encontrados para a média dos vinte e dois episódios de colapso do produto associados com uma parada súbita no fluxo de capitais. O comportamento similar da TPF calculada e do PIB é evidenciado mais uma vez, agora pelos cálculos estatísticos. Estes revelam que entre o pico e a queda a TPF reduziu em aproximadamente 9,5% (significante ao nível de 1%), conseguindo compensar quase que a totalidade de sua perda entre a queda e a recuperação.

De acordo com o que foi apresentado sobre o comportamento do estoque de capital ao longo dos episódios 3S, na média, essa variável se mantém praticamente constante durante todo o processo. Além disso, constatou-se que esta estabilidade estava intrinsecamente relacionada com o investimento. O diagnóstico estatístico corrobora com essas conclusões estimando que haja um aumento de cerca de 3,7% entre o pico e a queda (significante ao nível de 1%), seguido por uma redução quase no mesmo valor (significante ao nível de 10%). Na comparação entre o pico e a recuperação foi registrada uma variação desprezível.

No momento em que o PIB está totalmente restaurado, a razão investimento/PIB é aproximadamente 23% menor que seu valor registrado no auge (significante ao nível de 1%). Portanto, diferentemente do produto, o investimento como porcentagem do PIB não se recupera rapidamente de sua redução de cerca de 34% entre os pontos de pico e de queda, mesmo apresentando um aumento de aproximadamente 20% entre a queda e a recuperação (ambos os valores significantes ao nível de 1%).

Os valores adquiridos para a razão crédito ao setor privado/PIB também estão de acordo com o que foi exibido graficamente. Inicialmente, entre o pico e a queda, o valor encontrado sugere que o crédito acompanha a contração do PIB. Contudo, enquanto o produto é recomposto ao seu patamar pré-crise, o crédito para o setor privado não reage, como mostra o resultado negativo em 20% entre a queda e a recuperação (significante ao nível de 1%). Sendo assim, ao final do processo, a razão crédito/PIB é cerca de 17% inferior ao seu valor no pico (significante ao nível de 1%). Os autores recordam que dois terços de sua amostra é formado por colapsos em que também ocorreram crises bancárias domésticas, inclusive com casos de falência, justificando uma parte da escassez de crédito.

Quanto ao saldo em conta corrente, os resultados estatísticos confirmam a sua tendência a reversões em déficits menores ou, até mesmo, em superávits entre o pico e a recuperação, evidenciando como o financiamento externo ficou comprometido devido a um processo de desalavancagem.

**Tabela 3 - Diferenças Médias entre os Pontos de Pico, de Queda e de Recuperação Total**

	Peak to Through	Trough to Recovery	Peak To Recovery
Total Factor Productivity	-9.497*** [ 1.474] 17	9.874*** [ 1.719] 17	-0.785 [ 1.378] 17
Capital Stock	3.735*** [ 1.124] 21	-3.177* [ 1.669] 21	0.639 [ 2.489] 21
Investment/GDP	-34.234*** [ 4.202] 22	20.210*** [ 6.551] 22	-23.240*** [ 5.030] 22
Credit/GDP	3.948 [ 5.455] 22	-20.014*** [ 5.542] 22	-16.768** [ 7.020] 22
Current Account Balance/GDP	5.706*** [ 1.689] 22	-1.545 [ 1.078] 22	4.161*** [ 1.359] 22

*Note:* Standard errors in brackets. Number of episodes is also reported. Coefficients show percentages differences for Total Factor Productivity, Capital Stock, Investment and Credit, and differences in percent of GDP for the Current Account Balance.

\* significant at 10%; \*\* significant at 5%; \*\*\* significant at 1%

Fonte: Calvi, Izquierdo e Talvi, 2006

O mesmo estudo estatístico foi realizado em busca de diferenças entre os valores das chamadas variáveis secundárias (inflação, taxa de câmbio real e salário real) diante das seguintes comparações: ponto de pico e ponto de queda, ponto de queda e ponto de recuperação, e ponto de pico e o ponto de recuperação. O cálculo resultante ratifica as conclusões derivadas dos gráficos mencionadas anteriormente.

A inflação apresenta-se persistentemente em alta. Do pico à queda, ela se expande em torno de 16% (significante ao nível de 1%), entre a queda e a recuperação outro aumento de 21% aproximadamente (esse resultado não é significativo ao nível de 10%). Dessa forma, ela alcança uma diferença expressiva de cerca de 37% entre o pico e a recuperação (outro resultado não significativo ao nível de 10%).

Outra característica distintiva dos eventos 3S, a depreciação da taxa de câmbio real também é flagrada pela estatística, Só entre o pico e a queda, o aumento é superior a 49% (significante ao nível de 1%), a comparação entre o pico e a recuperação confirma a tendência ao exibir uma elevação de pouco mais de 54% (significante ao nível de 1%).

Segundo os dados estatísticos, na média, o salário real sofre redução durante todo o processo, entre o pico e a recuperação ele encolhe em mais de 20% (significante ao nível de 1%). Para os autores esses números dão luz à forma com que os salários se comportam nesses colapsos:

“Estes fatos mostram que, embora possa haver diferenças entre os países em termos do ritmo do processo de ajustamento dos salários reais, há definitivamente uma queda substancial e significativa dos salários reais na época da recuperação total, proporcionando pouco apoio para a hipótese de que maiores salários reais são uma força dominante por trás do colapso do produto em economias emergentes” <sup>21</sup>. (Ibid.: 25 – Tradução nossa)

**Tabela 4 - Milagre da Fênix: Diferenças Médias entre os Pontos de Pico, de Queda e de Recuperação para as Variáveis Secundárias**

	Peak to Through	Trough to Recovery	Peak To Recovery
CPI Inflation	15.869*** [ 5.248]	21.108 [ 22.104]	36.977 [ 24.140]
	22	22	22
Real Exchange Rate	49.315*** [ 12.342]	11.966 [ 14.181]	54.686*** [ 14.333]
	22	22	22
Real Wages	-9.945 [ 6.721]	-7.222 [ 6.168]	-20.278*** [ 4.868]
	18	18	18

Note: Standard errors in brackets. Number of episodes is also reported. Coefficients show percentages differences for Real Exchange Rate and Real Wages and absolute differences for CPI Inflation.

\* significant at 10%; \*\* significant at 5%; \*\*\* significant at 1%

Fonte: CALVO, IZQUIERDO E TALVI, (2006)

<sup>21</sup> “These facts shows that even though there may be differences across countries in terms of the timing of the real wage adjustment process, there is definitely a substantial and significant drop in real wages by the time of full recovery, providing little support for the hypothesis that higher real wages are a dominant force behind output collapse in EMs”. (Trecho original)

## CAPÍTULO II – DA CONVERSIBILIDADE AO DESENCANTO

### *II. 1 – Década de 1990 e Crise: Visão geral*

A história argentina é marcada por momentos de glória e ruína. O apelo dramático não é vão, a Argentina já foi a décima maior economia em termos de renda per capita antes da Primeira Guerra Mundial e em 1974 ocupava a vigésima posição. A Argentina nas primeiras décadas do século XX era uma das economias mais prósperas da América Latina com uma sociedade homogênea e um alto índice de escolaridade:

*“Hacia 1879 éste era un país despoblado, atrasado, que difícilmente podía calificarse como rico (...) en 1929 (...)su población se había multiplicado casi cinco veces y su riqueza había crecido aún más vertiginosamente, colocándola dentro del puñado de países que encabeza la lista mundial en ingreso per cápita; poseía un sistema educativo, y presentaba una movilidad social que aún menos naciones podían mostrar y que, sin embargo, se consideraba solo el comienzo de un porvenir más prometedor; su gobierno, por último, era elegido democráticamente mediante el sufragio universal y secreto, en un clima de libertades cívicas admirado por doquier”.* (Sábato, 1991 *apud* Cunha e Ferrari, 2008: 59-60)

No entanto, as décadas passaram e esse passado foi se transformando em lembranças nostálgicas. Em 1999, como resultado de um cenário social que vinha se degradando, a renda dos 10% mais ricos era 23,7 vezes superior a dos 10% mais pobres. Além disso, as taxas de desemprego se tornam alarmantes, se contrapondo a épocas em que correspondia a números exemplares como os apresentados pelos países desenvolvidos. A Argentina, um dos países com a economia mais próspera no início do século XX, inicia o século XXI passando pela pior crise de sua história seja em duração seja em contração do PIB. (O’CONNELL, 2002)

No período da ditadura militar a economia argentina já se encontrava bastante debilitada. Como heranças desses sete anos lembrados pela grande violência por parte do Estado ficaram a recessão econômica, uma inflação superior a 400% e uma dívida externa próxima a 70% do PIB.<sup>22</sup> (RAPOPORT, 2010) A presidência de Raúl Alfonsín se inicia em 1983 com a tarefa de conduzir a Argentina na nova etapa democrática e de resgatar a economia.

---

<sup>22</sup> Números referentes ao ano de 1983.

Contudo, a situação econômica foi se deteriorando cada vez mais mesmo com a realização de vários planos. O contexto externo não favorecia com as altas taxas de juros internacionais e com a flutuação dos preços de exportação em patamares baixos. (HEYMANN, 2000) A década de 1980 foi apelidada de a “década perdida” com propriedade, pois foi um período de estagnação econômica e altos índices de inflação para muitos países da América Latina, incluindo a Argentina.

Em 1989, Alfonsín sai antes do fim do mandato, deixando para Carlos Menem a função de lidar com o seguinte panorama econômico: inflação superior a 3000% (hiperinflação), elevado grau de endividamento público, alta dívida externa e taxa de crescimento do PIB negativa. (RAPOPORT, 2010)

Menem assume e se mostra claramente alinhado com o projeto neoliberal. A nova condução político-econômica era amplamente aceita pela opinião pública. Segundo Cunha e Ferrari (2008), a população ligava a ideia de livre-mercado aos anos de glória do período agroexportador em que a economia argentina viveu seu auge. Além disso, o longo período de alta inflação e baixo crescimento era associado à presença de um Estado interventor e protecionista. Os anos 80 foram difíceis para a economia e a sociedade argentina. A política intervencionista estatal aplicada no período ficou desacreditada e a alternativa liberal se tornou atraente. “Instabilidade na área política, indomável inflação e perda de dinamismo da economia” eram componentes de uma realidade com a qual a população não queria mais lidar, assim, as reformas realizadas em 1990 tinham o respaldo dos argentinos também por se apresentarem como uma opção de condução política e econômica distante do que vinha sendo feito anteriormente. (AVERBUG, 2005)

A Argentina foi um dos mais aplicados e elogiados seguidores do conjunto de medidas formulado por instituições internacionais conhecido por Consenso de Washington. Conforme O’Connell (2002), o país buscou seguir à risca tais regras consideradas o “caminho das pedras” para solucionar os problemas macroeconômicos vividos, sobretudo, pelos países da América Latina. A adoção dessas medidas também advinha da necessidade de cumprir com as determinações do FMI para poder angariar empréstimos com o mesmo.

As reformas de cunho neoliberal incluíam a privatização de empresas estatais, desregulamentação da economia, abertura comercial e financeira, eliminação de quase todas as barreiras não-tarifárias, redução de tarifas alfandegárias, reforma do Estado e disciplina

fiscal. Como principal elemento da reestruturação, em 1991, Domingos Cavallo, o então ministro da Economia, lança o Plano de Conversibilidade.

Em linhas gerais, esse plano, que deu origem a Lei da Conversibilidade sancionada pelo Congresso, estabelecia uma paridade cambial fixa entre o austral e o dólar, no patamar de 10000 austrais para um dólar. Após a adoção do peso como nova moeda, 10000 austrais passaram a equivaler a um peso, e conseqüentemente, a relação de correspondência passou a ser de um peso para cada dólar. As reservas internacionais deveriam lastrear 80% da base monetária, enquanto o restante poderia ser complementado com títulos da dívida pública.<sup>23</sup> O objetivo era limitar a emissão de moeda pelo Estado para cobrir o déficit público, portanto, com a dependência da entrada de divisas para emissão, a política monetária se tornava passiva e a oferta monetária uma variável exógena. (RAPOPORT, 2010; MECON, 2005) Buscando a estabilidade dos preços e com a intenção de acabar com a inflação inercial, ficou proibida a indexação de contratos. O plano também limitou o papel do Banco Central como emprestador de última instância, e no ano seguinte a sua adoção, foi estabelecida a independência do Banco Central.

Nos primeiros anos após a implementação da conversibilidade, a meta principal de controle e redução da inflação foi atingida e assim, o sistema de câmbio fixo ganhou credibilidade e confiança. O crescimento econômico também foi recuperado: entre 1992 e 1998, a economia argentina cresceu a uma média anual de 6%. (CUNHA e FERRARI, 2008) O impulso produtivo foi dado pela reativação do consumo, que tinha se retraído com o período recessivo entre 1989 e 1990, e pela utilização da capacidade ociosa pelas empresas, em especial as do setor automotivo, de bens de consumo durável e de alimentos. (RAPOPORT, 2010)

No entanto, a década de 1990 está relacionada a um forte agravamento da situação social. A Argentina que já apresentou indicadores sociais dignos de países desenvolvidos e se destacava entre os demais países da América Latina pela homogeneidade social, adquiriu um “padrão de heterogeneidade tipicamente latino-americano” durante os anos 90. (CUNHA e FERRARI, 2008)

Além disso, o consumo interno, que foi a mola propulsora do crescimento nos primeiros anos do plano, era financiado via endividamento externo, ao mesmo tempo em que

---

<sup>23</sup> A possibilidade de lastrear 20% da base monetária em títulos da dívida pública foi importante em períodos de baixa liquidez internacional como em 1995 em decorrência da crise mexicana.

o déficit da balança comercial aumentava e a poupança interna permanecia baixa. (RAPOPORT,2010)

Com o passar dos anos, ficou evidente que a economia argentina e a sustentação do plano de conversibilidade dependiam da conjuntura internacional. O êxito do plano em seus anos iniciais estava estreitamente relacionado à queda da taxa de juros e a alta liquidez no mercado internacional. Quando a conjuntura internacional ficou desfavorável, a economia se mostrou severamente debilitada.

A Argentina foi impactada por diversos choques externos adversos na segunda metade da década de 90 que enfraqueceram a economia e expuseram as suas vulnerabilidades: a crise mexicana em 1995, a crise asiática em 1997, a russa em 1998, a desvalorização do real em 1999, a queda nos preços das commodities agrícolas e minerais e a apreciação do dólar. Essas crises afetaram a liquidez internacional e a confiança dos investidores. (CUNHA e FERRARI, 2008)

As dificuldades econômicas começam a transparecer a partir de 1998. Em 1999, o quadro econômico compunha um grande desequilíbrio fiscal, alto déficit em conta corrente e recessão. Ainda assim, o fim da conversibilidade não era uma alternativa considerada nem pela população nem pelo conjunto político. Fernando De la Rúa, do partido de oposição, ganha as eleições em 1999 com o discurso “ *conmigo, un peso un dolar, y no se discute más*”. Segundo Cunha e Ferrari (2008: 48 -49), “parte expressiva da sociedade e da intelectualidade do país não era capaz de associar a crise econômica e social ao modelo econômico subjacente à conversibilidade”.

De la Rúa durante o seu governo buscou reduzir os gastos e aumentar a arrecadação de impostos. No entanto, encontrou dificuldades uma vez que o serviço da dívida pública só aumentava e a arrecadação tributária ficou comprometida por conta da recessão. A austeridade fiscal acabava criando um ciclo de déficit fiscal-ajuste-recessão-déficit fiscal.

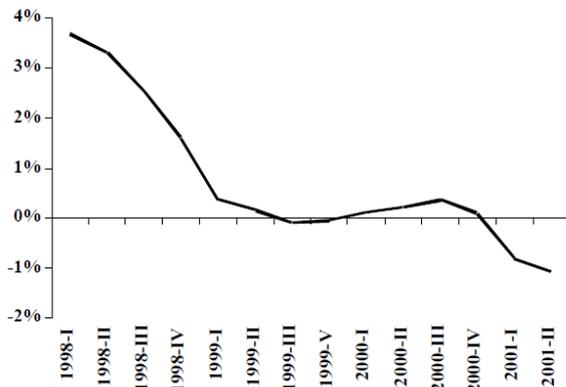
O governo da Alianza, uma coalizão entre o partido Radical e a centro-esquerda política, encontrou dificuldade em obter apoio político e as diferenças internas fragilizavam a coalizão. Sob esse contexto, o vice-presidente Carlos Álvarez renuncia em 2000 e um ano depois, dois ministros da economia renunciam em um intervalo pouco menor que um mês, elevando a desconfiança do mercado em um período já bastante instável.

Cavallo retorna com objetivo de salvar a sua própria criação que estava ameaçada pela defasagem cambial, a desconfiança do mercado e pela saída de capitais que somou 20 bilhões de dólares em 2001. (NEUTZLING, 2008)

No quarto trimestre de 2001 a recessão ficou ainda mais aguda. Fora a intensificação da saída de capitais, o PIB, o consumo e o investimento apresentaram respectivamente queda de 10,5%, 11,3% e 28,6% em relação ao trimestre anterior. (RAPOPORT, 2010) As taxas de juros ficaram cada vez mais altas, o financiamento mais caro, as reservas internacionais despencaram durante esse ano e o risco país disparou a partir do terceiro trimestre de 2001.

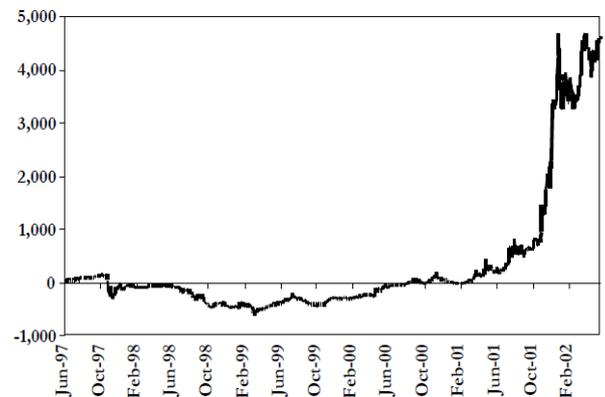
**Figura 3 - Condição Externa e Reservas**

**Fluxos de Capitais Privados**  
(em % do PIB)



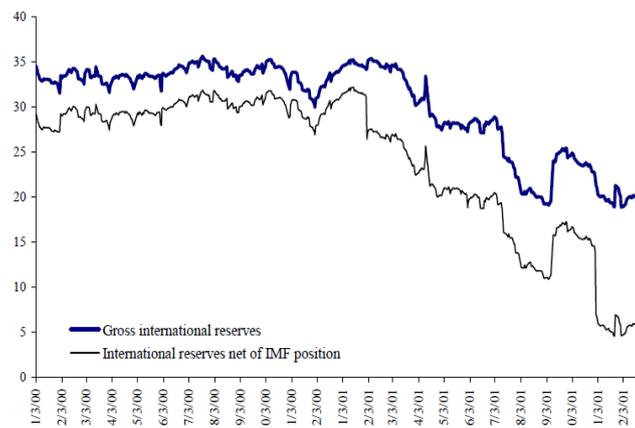
Fonte: BCRA *apud* CALVO, IZQUIERDO e TALVI (2003)

**Risco País**  
(EMBI Arg - EMBI+)



Fonte: Bloomberg *apud* CALVO, IZQUIERDO e TALVI (2003)

**Reservas Internacionais**  
(em bilhões de dólares)

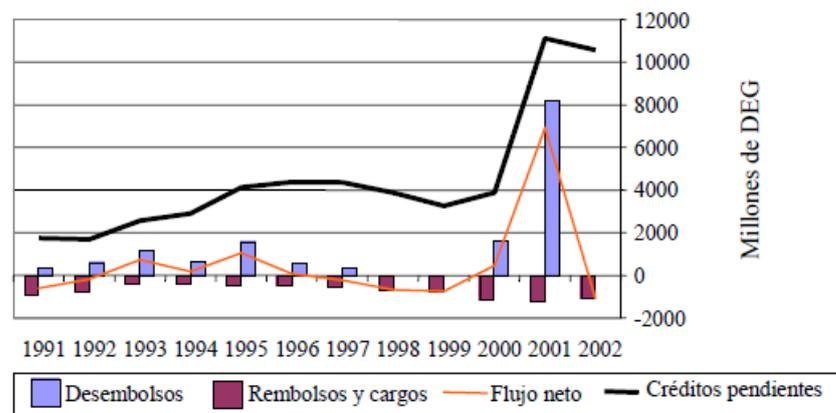


Fonte: Bloomberg e FMI *apud* FMI (2004)

Agravando ainda mais o contexto econômico e político, em fevereiro de 2001 começa uma grande retirada de depósitos, que no último bimestre desse ano diminuam em 500 milhões de pesos ao dia. Muitos depósitos bancários eram convertidos em dólares e enviados para o exterior, acentuando ainda mais a perda de reservas. Para frear esse processo, o governo impôs limites ao saque dos depósitos e às transferências para o exterior, essa restrição denominada *corralito* durou cerca de um ano.

O golpe final foi dado quando o FMI decidiu não realizar a quinta revisão do acordo *Stand-by*, deixando de desembolsar 1,3 bilhões de dólares. Nesse momento a Argentina já estava no “fundo do poço”. Ao longo da década de 1990, o FMI socorreu a Argentina muitas vezes mesmo quando o país não cumpria com as condicionalidades. Entre 1991 e 2001, o FMI e a Argentina firmaram cinco acordos de financiamento. (FMI, 2004)

**Gráfico 2 - Transações Financeiras entre a Argentina e o FMI, 1991-2002**



Fonte: FMI

Após a renúncia de De la Rúa, no mandato do novo presidente Rodriguez Sá que dura apenas alguns dias, é decretada a moratória unilateral da dívida externa pública. Em janeiro de 2002, já com Duhalde como presidente, o fim da conversibilidade e a desvalorização da taxa de câmbio são anunciados. Por conta da alta dolarização da economia, os empréstimos para muitos devedores se tornaram impagáveis. Apesar de planejarem uma desvalorização mais moderada, em fevereiro de 2002 o peso alcança 1,8 pesos por dólar e em março já está em 4 pesos por dólar. Adicionalmente, o governo decreta a pesificação da dívida e dos depósitos.

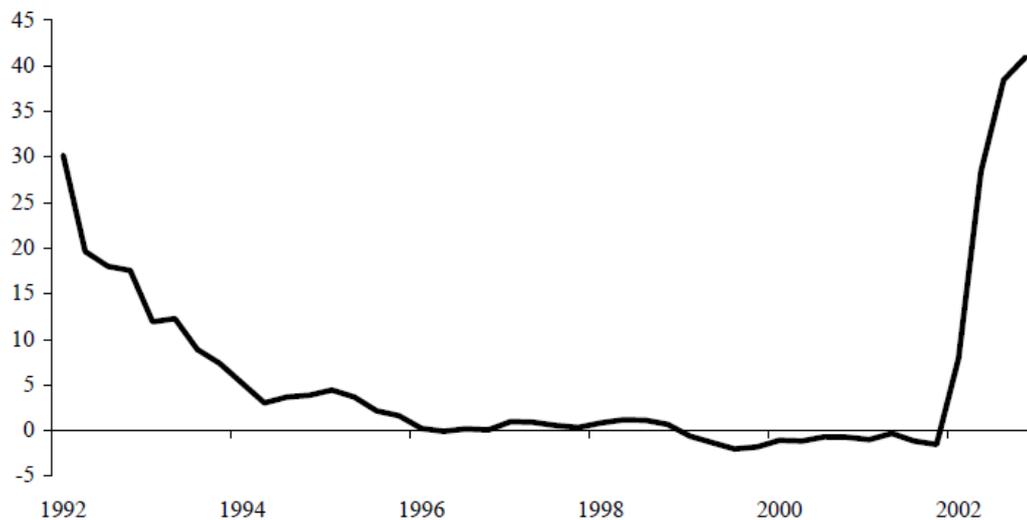
## II. 2 – Cenário Macroeconômico

### II.2.1 – Inflação, produto e investimento

O controle da inflação não se deu imediatamente a troca de governo. Os anos iniciais do governo Menem contaram com um importante descontrole dos preços e com a aplicação de diversas medidas com a intenção de reverter o quadro. A estabilidade só veio por meio do Plano de Conversibilidade em 1991.

A inflação despencou com a fixação do taxa de câmbio, apresentando pequenas oscilações de curto prazo, mas com uma trajetória tendencial decrescente. De 1996 em diante, a inflação passa a registrar taxas anuais inferiores a 1%. Em meio a recessão, entre 1999 e 2001, a economia apresenta um período de deflação. (FMI, 2004)

**Gráfico 3 - Inflação, 1992 - 2002\***



\*Variação do IPC de um ano para outro.

Fonte: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS - FMI

A redução e o controle da inflação mexeram com as expectativas de consumidores e empresas, alargando o horizonte de decisões. Utilizando a taxa de juros como uma medida de análise das expectativas, pode-se constatar a melhora na perspectiva do mercado em relação à economia. Logo após a adoção da conversibilidade, a taxa de juros dos depósitos a prazo fixo apresentou uma rápida e significativa queda de 14% no primeiro trimestre de 1991 para 1,5% no trimestre seguinte. (HEYMANN, 2000)

A conquista da estabilidade dos preços abriu caminho para uma série de transformações no cenário macroeconômico. Entre o primeiro trimestre de 1991 e o segundo trimestre de 1992, o produto cresceu a uma taxa anual de 15% aproximadamente e a absorção interna aumentou mais que 22% estimulada pelo aumento do consumo (19%) e do investimento (45%). (HEYMANN, 2000)

A etapa expansiva vai até 1998 quando o desempenho econômico começa a degradingolar em decorrência de diversos choques externos. Entre o segundo trimestre de 1998 e o primeiro de 1999, a formação bruta de capital fixo caiu 11%, o consumo encolheu quase 7% e o PIB retraiu mais de 5%. (HEYMANN, 2000)

O produto mostra um bom ritmo de expansão ao longo dos anos entre 1990 e 1998, exceto por um breve enfraquecimento por conta da crise mexicana. No intervalo entre 1991 e 1994, a taxa média anual de crescimento foi de 8%. (CUNHA e FERRARI, 2008) Após 1998, no entanto, ele começa a exibir uma trajetória descendente. Entre 1998 e 2002, o PIB despenca 28%. (O'CONNEL, 2002)

**Gráfico 4 – PIB**  
(em %)



Fonte: BANCO MUNDIAL. Elaboração própria.

Estima-se que por volta de um terço a mais da metade do crescimento médio anual do PIB tenha sido estimulado pelo aumento da produtividade dos fatores, além da contribuição do aumento do investimento. A formação bruta de capital fixo, por sua vez, apresentou avanços no período de 1991 a 1998 em comparação com a fase anterior de 1982 a 1990, 21,2% do PIB contra 17,3% do PIB em média a preços constantes. (HEYMANN, 2000) A datar de 1998, o investimento sofre uma abrupta queda.

Entre 1982 e 1990 um quarto do investimento (a preços correntes) era público, já no interlúdio entre 1991 e 1996, apenas 10% do investimento tinha como origem o setor público, sendo que no ano de 1996 a participação pública foi inferior a 7%, correspondendo a 1,2% do PIB apenas. (HEYMANN, 2000) A redução do investimento público tem muito a ver com o processo de privatização, posto que muitas empresas passaram para mãos privadas, e assim, a esfera privada passa a assumir a parcela que antes era do setor público. (VALLE-FLOR, 2005)

O Governo esperava que com a liberalização financeira e a diminuição do déficit orçamental, tanto a poupança privada com a pública fossem impulsionadas. No entanto, a poupança interna não reagiu a esses estímulos e apresentou queda do período entre 1991 e 1998 em relação ao período entre 1982 e 1990, 16,8% do PIB contra 18,4% do PIB a preços constantes. (HEYMANN, 2000) De acordo com Fanelli (1996 *apud* VALLE-FLOR, 2005: 19), pode-se identificar três causas para a apatia da poupança interna:

“1º) o aumento da carga fiscal e o decréscimo dos subsídios no início do programa de reforma financeira; 2º) a abertura da economia levou a uma maior diversidade na gama de produtos consumíveis; 3º) a mudança dos preços relativos levou, *ceteris paribus* ao aumento do valor real das despesas de consumo”.

## **II.2.2 – Indústria e Agricultura**

No que diz respeito ao setor produtivo, entre 1990 e 1994, o crescimento da indústria foi de 35%. Porém, o desempenho do setor industrial não foi uniforme uma vez que apresentou atividades com performances bastante variadas:

*“(…) [en el intervalo entre 1991 e 1998] algunas ramas (como la de fabricación de textiles y confecciones) disminuyeron su producto o (tal el caso de la maquinaria eléctrica o no eléctrica) lo incrementaron levemente, mientras que otras (productos de papel, industria del caucho y plásticos, metalurgia básica) crecían a un ritmo medio*

*de 10% anual, y algunas (fabricación de automotores) subían su producción hasta un 20% por año”.* (HEYMANN, 2000: 47)

A mudança nos preços relativos favorável ao setor de bens não comercializáveis e a estabilidade de preços logrados com o Programa de Conversibilidade beneficiaram o setor de serviços. Entre 1990 e 1998, os serviços básicos cresceram anualmente mais de 7% em média e os serviços diversos se expandiram a uma taxa média anual de 5%. (HEYMANN, 2000)

A construção foi outro setor estimulado, e particularmente pela disponibilidade de financiamento. Entre 1990 e 1994, cresceu 88%. (VALLE-FLOR, 2005) Já a produção da indústria manufatureira expandiu a uma taxa média anual de 5,1% nos oito primeiros anos da década de 90, contudo, o crescimento foi abaixo da média da evolução do PIB no mesmo período. (HEYMANN, 2000)

Do total dos investimentos, a parcela relativa à aquisição de equipamentos aumentou de 5,8% do PIB entre 1982 e 1990 para 10% entre 1991 e 1998. Registrou-se nesse aumento uma importante participação dos equipamentos importados que, no período, tiveram como principal destino o setor de serviços, com destaque para o transporte e as telecomunicações, em detrimento da indústria manufatureira que teve sua parcela reduzida. (HEYMANN, 2000)

Como destaques das mudanças ocorridas na estrutura empresarial e industrial estão: *i)* a redução das empresas estatais, como resultado de um amplo processo de privatizações; *ii)* um avanço diminuto das médias e pequenas empresas; *iii)* a saída e a reestruturação dos grandes conglomerados locais; *iv)* a expansão e a liderança das empresas transnacionais. (KOSACOFF, 2010)

O investimento estrangeiro na Argentina foi muito expressivo na década de 90, introduzindo *“entre US\$ 65000 y 100000 millones (según diferentes estimaciones) entre 1990 y el 2000 y convirtió a la Argentina en una de las economías más transnacionalizadas del mundo”.* (KULFAS, 2002)

Na agricultura, observa-se um gradual aumento da concentração de terra e a entrada de grandes investidores estrangeiros e de novos produtores locais. Ao mesmo tempo, devido às dificuldades financeiras ligadas ao alto endividamento, há a saída de vários pequenos produtores. (RAPOPORT, 2010)

Grande parte do dinamismo do setor fica por parte dos grãos. Na agroindústria, a produção de lácteos e vinhos finos também expressou um aumento importante. Na indústria de petróleo e gás, a produção de petróleo cru e de gás natural ampliaram consideravelmente, 75% e 65% respectivamente entre 1990 e 1998. A pesca foi outro setor dinâmico no período, mas de forma não ambientalmente sustentável por meio da superexploração desses recursos. (HEYMANN,2000)

### II.2.3 – Aspectos sociais

O sucesso alcançado nos anos 90 em relação à superação dos problemas crônicos dos anos anteriores não abrangeu a situação social. Na década de 1980, o salário real foi muito volátil e se encontrava bastante contraído no fim período devido ao comportamento instável do PIB e à taxa de inflação que alcançou níveis astronômicos. A taxa de desemprego se elevou durante esses anos passando de 5,3% em 1982 (ano da crise da dívida) para 7,5% em 1990, sustentando uma média não muito expressiva de 6%. (HEYMANN, 2000)

Na década de 1990, mesmo em anos de crescimento, o desemprego não recuou. Apesar da redução na taxa de desemprego em um ponto percentual de 1990 para 1991, o desemprego aumentou de forma notória nos anos seguintes atingindo 17,2% em 1996. Por mais que a taxa tenha sofrido uma redução nos outros anos em relação a 1996, ainda assim ela persistia em um patamar alto, iniciando o século XXI em 15,1%. (VALLE-FLOR, 2005)

**Tabela 5- Desemprego na Argentina**  
(em %)

1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
7,5	6,5	7	9,6	11,5	17,5	17,2	14,9	12,9	14,3	15,1

Fonte: BANCO MUNDIAL *apud* VALLE-FLOR (2005)

Juntamente com o desemprego, cresceram a informalidade e o subemprego. A parcela de trabalhadores no mercado informal passou de 24,6% em 1990 para 37% em 2000, e o subemprego ficou em torno de 15%. (VALLE-FLOR, 2005; AVERBUG, 2005) A redução nos salários também foi alarmante, a década de 90 apresentou o menor nível comparado às três décadas anteriores. (CUNHA e FERRARI, 2008)

O agravamento do quadro social foi a tônica do período. Conforme a tabela 6, o índice de Gini<sup>24</sup> da Argentina teve uma trajetória ascendente ao longo das décadas, isso significa dizer que o processo de desigualdade social foi aumentando ao longo do tempo. A desigualdade de renda cresce significativamente entre nas décadas de 1980 e 1990, e atinge o ápice nos anos 2002 e 2003, onde a Argentina só não é pior que o Brasil, um país historicamente muito desigual. Comparando os anos de 1980 e 2002, a participação dos 10% mais ricos na renda aumentou de 31% para 41%, enquanto dos 10% mais pobres reduziu de 2,8% para 1,8%. (CUNHA e FERRARI, 2008)

**Tabela 6 - Índice de Gini para países selecionados, 1950 - 2005**

	1950s	1960s	1970s	1980s	1990s	2002/2003	2005
Argentina	0,37	0,41	0,42	0,46	0,52	0,59	0,52
Brasil	0,57	nd	0,63	0,62	0,63	0,62	0,61
Chile	0,46	0,46	0,47	0,52	0,52	0,55	0,55
Colômbia	0,51	0,54	0,52	0,47	0,46	0,57	0,58
México	0,59	0,61	0,55	0,48	0,42	0,51	0,53
Uruguai	nd	0,33	0,33	0,43	0,44	0,46	0,45
Venezuela	nd	nd	0,49	0,39	0,40	0,50	0,49

Fonte: THORP (1998) *apud* CUNHA e FERRARI (2008)

Segundo um levantamento da CEPAL, a proporção de famílias consideradas pobres, de acordo com os seus critérios<sup>25</sup>, passou de 7% em 1980 para 45% em 2002. Um aumento expressivo também foi encontrado no caso da indigência<sup>26</sup>, a proporção de famílias em condição de indigência subiu de 2% para 21% em 2002. (CUNHA e FERRARI, 2008)

### **II.3 – Política Fiscal e Contas Públicas**

Acreditava-se que o déficit fiscal persistente durante os anos 80, que correspondeu em média a 7% do PIB (DAMMILL; FRENKEL e RAPETTI, 2005), estava diretamente relacionado à alta inflação apresentada ao longo desse período. Diante desse diagnóstico, a disciplina fiscal era uma das prioridades do governo Menem. O Plano de Conversibilidade exibiu claramente essa intenção ao vincular quase que 100% da emissão de moeda à

<sup>24</sup> O índice de Gini é um indicador de desigualdade que pode variar entre 0 e 1, sendo que 0 significa completa igualdade de renda e 1 completa desigualdade.

<sup>25</sup> As famílias consideradas pobres são aquelas cuja renda é menor do que o dobro do valor da cesta básica de alimentação.

<sup>26</sup> Para considerar uma família em condição de indigência, a sua renda deve ser inferior ao valor da cesta básica de alimentos.

existência de reservas, eliminando assim, a possibilidade de financiamento do déficit por meio da criação de dinheiro. (FMI, 2004)

Os primeiros anos após a conversibilidade foram de resultados fiscais mais animadores, entre 1991 e 1994, o déficit fiscal anual médio foi inferior a 1% do PIB (DAMMILL; FRENKEL e RAPETTI, 2005), e em 1993 foi registrado um superávit. Após 1994, no entanto, o déficit fiscal apresentou uma trajetória ascendente, em 2000 o déficit já estava em 6,8 bilhões de pesos correntes, aproximadamente 2,4% do PIB. (WEISBROT e BAKER,2002) De acordo com o FMI (2004), mesmo em anos de grande crescimento, nenhuma das metas fiscais anuais estabelecidas entre 1994 e 2001 foi atingida.

Ainda assim, o fato de as contas fiscais terem incorrido sucessivamente em déficit não era por si só um problema grave, uma vez que eles foram relativamente modestos, no entanto, esses resultados não eram convenientes dadas às circunstâncias. Não só pela história inflacionária, mas também, a manutenção e a sustentabilidade da conversibilidade demandavam resultados fiscais mais robustos. Portanto, o problema não estava na extensão do déficit, mas na não ocorrência de superávits no período com exceção de 1993. Segundo alguns autores, em momentos de crescimento, o setor público deveria ter gerado superávits a fim de poder atuar com políticas contra cíclicas em períodos mais turbulentos. (ALLEN,2003; BIRDSALL, 2002; FMI, 2004; RAPOPORT, 2010)

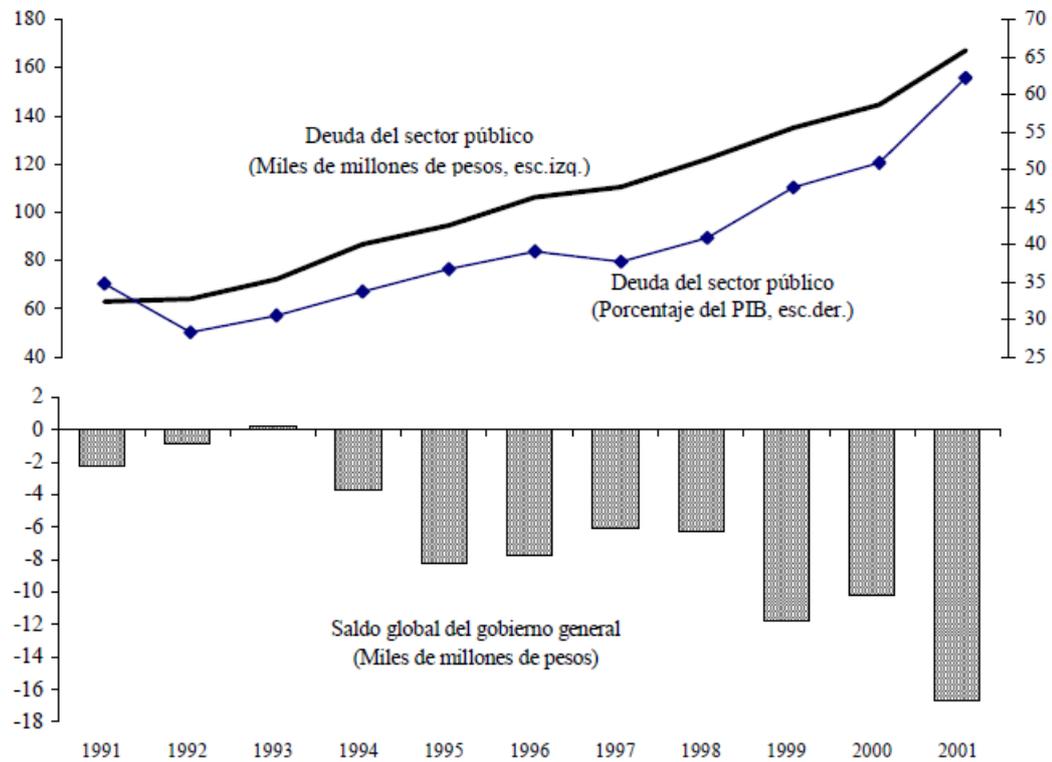
O quadro fiscal foi se agravando ao longo dos anos em grande parte devido ao aumento do pagamento de juros da dívida pública que se acumulou consistentemente. Em 2001, a dívida pública ultrapassava 60% do PIB (ver gráfico 5), e no mesmo ano, o pagamento de juros correspondia a aproximadamente 20% das receitas correntes (O'CONNELL, 2002). Devido à dificuldade imposta pela conversibilidade em emitir dívida de longo prazo em moeda nacional, a maior parcela da dívida estava denominada em moeda estrangeira, configurando um fator de risco para a economia:

*“(...) Argentina solo podía obtener préstamos pagando considerables diferenciales por encima de los títulos del Tesoro estadounidense, y cualquier cambio en el clima de los mercados podía dar lugar a tasas de interés muy elevadas, generando una dinámica explosiva en relación con la deuda” (FMI, 2004: 47)*

Conforme a tabela 7, a razão pagamento de juros/PIB mais que triplicou entre 1993 e 2001, passando de 1,2% para 3,8% respectivamente. A crescente participação do pagamento de juros no conjunto de gastos do setor público representava uma progressiva redução da

quantidade de divisas, e conseqüentemente da liquidez, já que os pagamentos eram feitos na maioria das vezes em moeda estrangeira. (VALLE-FLOR, 2005)

**Gráfico 5 - Dívida do Setor Público e Saldo Global do Governo, 1991 - 2001**



Fonte: FMI

**Tabela 7 - Pagamento de Juros**

(em %)

(em %)	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Pagamento Juros/Receitas Correntes	5,8%	6,3%	8,3%	9,8%	10,5%	11,8%	14,8%	17,2%	19,9%
Pagamento Juros/PIB	1,2%	1,2%	1,6%	1,7%	2,0%	2,2%	2,9%	3,4%	3,8%

Fonte: MINISTERIO DA ECONOMIA *apud* VALLE-FLOR (2005)

Os gastos das províncias eram outra fonte de desequilíbrio para as contas públicas. De acordo com o FMI (2003), os gastos provinciais correspondiam a praticamente a metade do total de gastos do setor público na década de 90. As províncias tinham autonomia quanto aos

seus gastos e podiam se financiar diretamente por meio de empréstimos. No entanto, a maior parte da arrecadação ficava a cargo do governo central. (ALLEN, 2003)

Pelo lado da receita fiscal, os recursos provenientes das privatizações das empresas públicas contribuíram consideravelmente nos primeiros anos da década. Já a reforma da previdência em 1994 e a redução dos impostos aduaneiros foram canais de receita que se estreitaram nos anos 90. De maneira geral, o sistema tributário não foi eficiente na geração de recursos.

### **II.3.1 – Privatizações**

A ideologia neoclássica exalta a força do mercado e a livre iniciativa, estimulando a livre concorrência e a limitação do envolvimento estatal nas atividades econômicas nos moldes de um “Estado subsidiário”, ou seja, cabe ao Estado o papel de fomentar, coordenar e fiscalizar a iniciativa privada, e substituí-la, apenas se, o particular não tiver condições de desempenhar determinadas atividades por conta própria e com seus próprios recursos. Sendo assim, propõe uma redefinição da relação entre o público e o privado, tendo o último primazia sobre o primeiro.

Um dos primeiros passos do governo Menem em direção à redução da participação do Estado na economia e à mudança na forma de cumprir suas funções públicas, foi o estabelecimento da Lei de Reforma do Estado em agosto de 1989. A lei concedia ao poder executivo a permissão de realizar a privatização e a concessão, total ou parcial, das empresas e dos serviços públicos para o capital privado e estabelecia as bases em que se dariam esses procedimentos.

A realização das privatizações além de confirmar a orientação política neoliberal do governo, também era uma fonte de recursos, uma oportunidade de eliminar ou reduzir a dívida pública já que uma parte do pagamento poderia ser feito com títulos da dívida e uma forma de diminuir as transferências do governo para as empresas públicas. A melhoria e o aumento do investimento nos serviços públicos, assim como a redução das ineficiências das empresas eram outros resultados esperados. Nos primeiros anos da década de 1990, grande parte da receita pública tinha como origem as privatizações. No final da década, em 1999, também foi registrada uma grande entrada de recursos pela compra do controle da YPF pela a REPSOL. (HEYMANN, 2000; KULFAS, 2002; RAPOPORT, 2010)

O processo de privatização se deu em um ritmo acelerado (o governo recebeu mais de 90% do total arrecado entre 1990 e 1998 nos primeiros quatro anos)<sup>27</sup> e abrangeu diversos setores e serviços, “da companhia aérea, passando pela geração de energia hidrelétrica, até o correio.”<sup>28</sup> (O’CONNELL, 2002) Participaram das transações, companhias e investidores locais e estrangeiros. Uma característica desse processo foi a consolidação de poucos e fortes grupos locais associados ao capital estrangeiro, isso ocorreu devido ao aumento da concentração e ao fortalecimento e criação de monopólios e oligopólios legais.

Dos 23.849 milhões de dólares (em dinheiro ou em títulos da dívida externa) adquiridos entre 1990 e 1999 por meio das privatizações, aproximadamente 68% correspondia ao capital estrangeiro e 32% ao capital nacional. (KULFAS, 2002) Após algum tempo, muitas empresas locais deixaram a sociedade, ficando a frente de várias empresas privatizadas os parceiros estrangeiros.

No que tange as contas públicas, o efeito inicial das privatizações foi positivo devido a grande entrada de divisas na forma de investimento externo direto. Essas divisas, diante da dificuldade imposta pelo plano de conversibilidade em se emitir moeda, foram fundamentais para financiamento do déficit público e para o acúmulo de reservas.

**Tabela 8 - A Participação do Capital Nacional e Estrangeiro nas Privatizações, 1990 – 1999**

(em milhões de dólares correntes)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1990-1999
Ingresos por privatizaciones	1 787	1 963	5 496	5 456	923	1 410	736	1 220	522	4 337	23 849
Capital nacional	613	1 108	2 641	1 921	407	297	156	328	171	145	7 787
Capital Extranjero	1 174	854	2 855	3 534	515	1 113	580	892	351	4 192	16 062

Fonte: DIRECCIÓN NACIONAL DE CUENTAS INTERNACIONALES DEL MINISTERIO DE ECONOMÍA DE LA REPÚBLICA ARGENTINA *apud* KULFAS (2002)

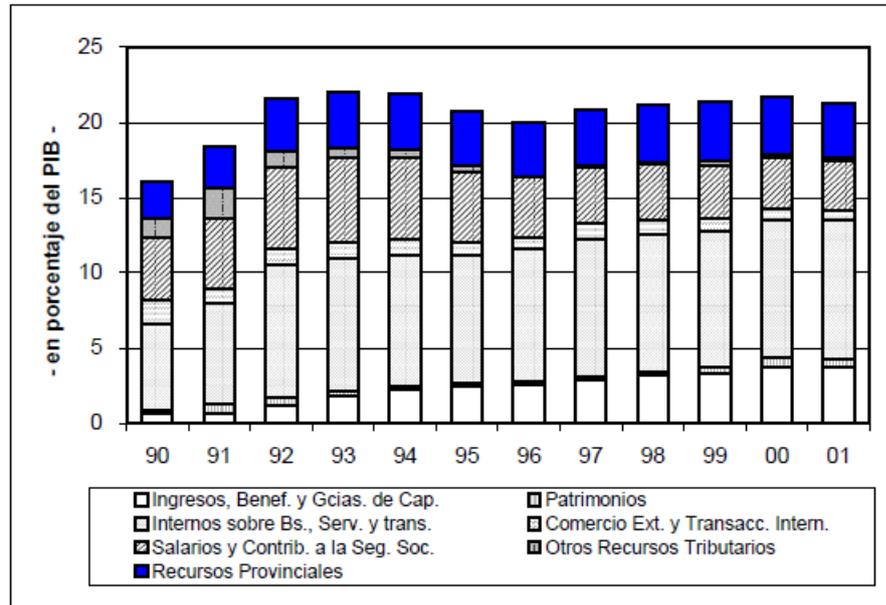
### II.3.2 – Sistema Tributário

<sup>27</sup> HEYMANN, 2000

<sup>28</sup> O’Connell (2002) destaca que na privatização de algumas prestadoras de serviços públicos considerados essenciais foram estipuladas tarifas dolarizadas e indexadas ao custo de vida norte-americano.

Com a Lei da Emergência Econômica, o governo começou a alterar a estrutura tributária, definindo novas alíquotas, modificando a abrangência dos principais tributos e eliminando alguns outros menores e considerados fontes de distorções.

**Gráfico 6 - Arrecadação Tributária Nacional, 1990 - 2001**



Fonte: CEPAL

Como se pode observar no gráfico 6, uma das consequências da reforma na estrutura tributária da década de 1990 é a concentração da arrecadação sobre três tributos: IVA, imposto de renda e as contribuições do sistema previdenciário. Conjuntamente, esses três impostos equivaliam entre 75% e 80% do total da receita do sistema tributário. Esse efeito centralizador era o resultado de um esforço consciente por parte do governo objetivando facilitar a administração. (CEPAL, 2003)

Durante os anos 90, o maior volume de impostos arrecadados era proveniente do IVA, estima-se que o mesmo era responsável por 40% do total dos recursos tributários. (CEPAL, 2003) Ao longo do período, foi aumentada a sua base de aplicação com a inclusão de novos serviços e bens e a taxa foi elevada gradativamente entre 1990 e 1995. Em 1990, a alíquota era de 15,6%, passando para 16% em fevereiro de 1991, 18% seis meses depois e finalmente, chegou a 21% em março de 2005. (HEYMANN, 2000)

O imposto de renda foi outro tributo que, apesar de ser reduzido inicialmente, experimentou ao longo dos anos um aumento em suas alíquotas. Com a reforma tributária em

1998, a alíquota máxima alcançou 35%. (HEYMANN, 2000) A contribuição desse imposto para a receita tributária aumentou: a arrecadação do imposto de renda quadruplicou entre 1991 e 1992.<sup>29</sup>(CEPAL, 2003)

Ainda que faça parte do trio que mais gerou recursos para o sistema tributário, as contribuições ao sistema de previdência apresentaram trajetória descendente. Como será visto na seção II.3.3, por conta da reforma da previdência, as contribuições do setor público vão sendo gradualmente desviadas para as empresas de capitalização privada. Além disso, com o intuito de aumentar os rendimentos e a competitividade do setor de bens comercializáveis, o governo reduziu a carga tributária das empresas diminuindo encargos relacionados às contribuições patronais.

Houve também perdas em decorrência da redução dos impostos aduaneiros. Em 1991 as tarifas médias de importação estavam em 9%, dois anos antes, elas eram de 40%. (VALLE-FLOR, 2005) Quanto às retenções sobre as exportações, estas foram praticamente eliminadas.

Por mais que o governo tenha se empenhado em fortalecer a administração tributária de forma a melhorar o controle e a arrecadação, o grau de incumprimento tributário não foi insignificante, a evasão fiscal permaneceu alta. Somado a isso, a arrecadação de impostos não satisfazia às necessidades das contas públicas e o sistema tributário não foi capaz de gerar mais recursos em momentos de maior aperto econômico. (ALLEN, 2003)

### **II.3.3 – Reforma da Previdência**

O sistema de previdência pública já vinha dando sinais de esgotamento há quase duas décadas antes do início da reforma em 1994. A assimetria persistente entre despesas e receitas gerava sucessivos déficits. O sistema passava por dificuldade financeira devido, principalmente, à questão demográfica e à redução do número de contribuintes. De acordo com Heymann (2000), a taxa de sustentação (relação contribuintes/beneficiários) foi decrescendo com o passar das décadas, estava em 5 na década de 1950, reduziu para 2 nos primórdios dos anos 1980 e chegou a 1,3 na década de 1990.

O novo esquema do sistema previdenciário tinha como inspiração o modelo adotado no Chile em 1981, porém, a mudança não foi tão radical quanto à do vizinho andino, uma vez

---

<sup>29</sup> A arrecadação do IVA obteve um aumento de 160% e o total da arrecadação tributária aumentou em 64%

que a privatização foi parcial. Com a reforma da previdência que se iniciou com a criação do SIJP (Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones), o sistema de repartição simples, adotado desde 1954, sede lugar a um sistema misto ao incluir o regime de capitalização privado. As pessoas podiam escolher entre permanecer no sistema de repartição público ou pela transferência para o sistema privado a cargo das AFJP (Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones). (RAPOPORT, 2010)

Para garantir a solvabilidade do sistema previdenciário, o governo realizou algumas modificações não só com a reforma, como também antes da mesma, de forma a aumentar o período de contribuição e postergar o início do acesso às aposentadorias. (HEYMANN, 2000)

A reforma não gerou os resultados que o governo nacional esperava, por exemplo, o alívio das contas públicas não veio. O problema é que enquanto os pagamentos referentes às aposentadorias só iriam diminuir de forma considerável no longo prazo, no curto prazo as contribuições ao sistema de repartição simples foram reduzindo e se direcionando para as AFJP já que cada vez mais pessoas foram passando para o sistema privado. A receita ficou ainda menor com a decisão de reduzir os encargos sobre a folha de pagamentos de algumas empresas visando estimular a competitividade da economia, como foi mencionado na seção anterior. O gasto com a previdência em meados dos anos 90 chegou a ser o maior desde 1977, por volta de 6% do PIB. (HEYMANN, 2000)

O objetivo de aumento do número de pessoas que contribuía para o sistema também não foi alcançado. De acordo com Rapoport (2010), em 2001, as administradoras possuíam 8,7 milhões de afiliados e o sistema público contava com 2,2 milhões de contribuintes, contudo, apenas 3,3 milhões de afiliados e 671 mil contribuintes de fato contribuía.

Por outro lado, por mais que a criação das AFJP tenha significado um desvio de recursos das finanças públicas, as mesmas se tornaram credoras do setor público. No final de 1997, 40% da carteira das AFJP era composta por títulos do governo. (HEYMANN, 2000)

#### **II.3.4 – A relação entre nação e províncias**

O ano de 1988 marca o início da vigência da Lei Nº 23548 que estabelece o regime de distribuição dos recursos fiscais entre o governo central e as províncias. Inicialmente, a lei era de caráter temporário, mas foi prorrogada diversas vezes. Os critérios e o processo de

distribuição também foram sendo alterados com o passar do tempo como resultado das disputas entre as duas esferas de governo. (HEYMANN, 2000)

Havia um descompasso recorrente entre o gasto e a receita que perpetuava o desequilíbrio nas contas provinciais. Entre 1993 e 1999, as despesas anuais aumentaram em um ritmo praticamente constante de 5%, paralelamente, a receita crescia em média, anualmente, metade dessa taxa. Somente entre 1991 e 1993 que o aumento do gasto foi acompanhado por um acréscimo levemente superior da receita, 29,5% e 31,5% respectivamente. (CEPAL, 2003)

A problemática financeira das províncias envolvia o complexo repasse de recursos fiscais, a autonomia das províncias na realização dos seus gastos, a facilidade de aquisição de empréstimos e a ampliação do quadro de funcionários da administração pública na esfera subnacional. (ALLEN, 2003)

Os gastos com pessoal correspondiam a uma grande parcela do total dispendido pelas províncias. Não só os salários subiram, principalmente entre 1991 e 1994, o que em parte pode ser justificado como uma recuperação das perdas do período anterior, como também aumentou o número de servidores públicos. Deve-se considerar nessa análise, que as províncias apresentavam diferenças entre si em termos econômicos e sociais, o que determinava um gasto maior ou menor. (CEPAL, 2003)

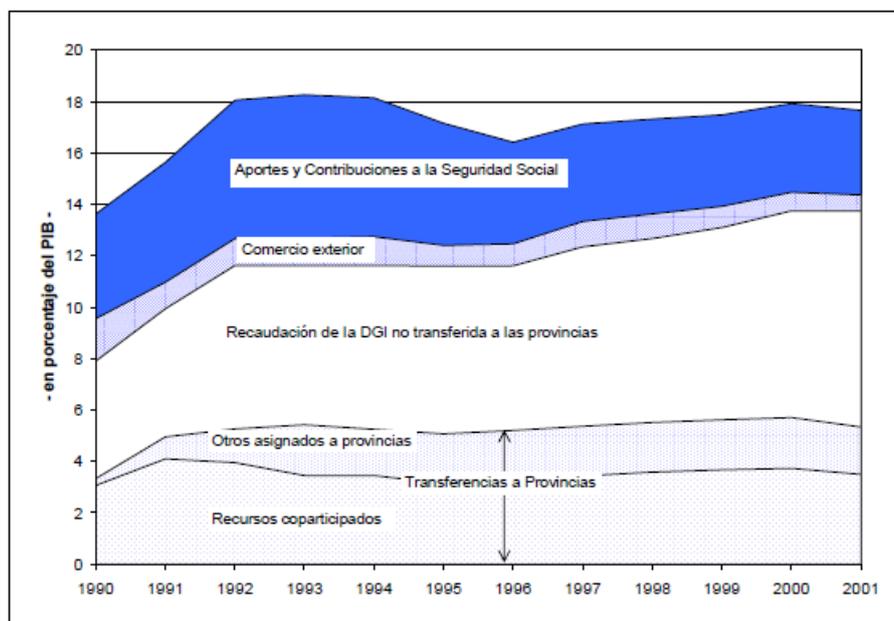
A estrutura de arrecadação dos tributos coparticipados foi simplificada e centralizada em alguns impostos, contudo, isso não se traduziu em uma distribuição tributária mais eficiente. De acordo com a CEPAL (2003), o sistema de distribuição nunca foi tão complexo e frágil como nessa época. Havia uma disputa constante entre as províncias e o governo nacional, chegando ao ponto de praticamente todos os tributos contarem com alguma parcela de atribuição específica.

*“Pese a que la recaudación del IVA y Ganancias registró un incremento del 152% entre 1991 y 1995, las transferencias por coparticipación se mantuvieron constantes; en consecuencia, la participación de los recursos efectivamente coparticipados en el total nacional (sin Seguridad Social) cayó del 65% al 54% entre esos mismos años. En cambio, los recursos de asignación específica crecieron un 122%, en moneda constante” (CEPAL, 2003: 48)*

De fato, como pode se verificar no gráfico a seguir, o aumento da arrecadação da DGI (Dirección General Impositiva) a partir de 1996, não correspondeu a um aumento das transferências às províncias.

As mudanças na distribuição dos recursos ocorreram concomitantemente com um processo de descentralização dos serviços. O governo nacional passou para as províncias a responsabilidade de prestação de serviços públicos como educação, saúde e assistência social sem a correspondente elevação da transferência de recursos para cobrir esses novos compromissos. Esse repasse de função era justificado pelo governo como consequência da redistribuição dos recursos coparticipáveis realizada pela Lei N° 23548 que teria privilegiado as províncias em detrimento da nação. Um melhor controle da qualidade dos serviços em razão da maior proximidade das mesmas dos cidadãos também era um argumento utilizado. (CEPAL, 2003; RAPOPORT, 2010)

**Gráfico 7 - Total de Recursos Transferidos para as Províncias**



Fonte: CEPAL

Tanzi (2006 *apud* CEPAL, 2003) destaca como um aspecto comum aos países em desenvolvimento, a contribuição das unidades administrativas subnacionais na deterioração das contas dos governos centrais. Segundo ele, “*en diferentes países en desarrollo los gobiernos locales impulsaron aumentos en los gastos por encima de los incrementos en sus recursos, incrementando así la deuda y ocasionalmente forzando a los gobiernos centrales a salir en su rescate*”. No caso argentino, o objetivo de arrocho fiscal do governo não parecia

coordenado com as demandas das províncias, que estavam sempre interessadas em um maior repasse de recursos e exibiam despesas e dívidas em ascensão. Conforme dados do FMI (2003), metade dos gastos do setor público nos anos 90 tinha origem provincial.

De fato, as províncias possuíam relativa autonomia de gasto e acesso ao mercado de crédito. A resolução 1075/93 do Ministério da Economia acabou por facilitar a obtenção de crédito ao instituir um mecanismo de pagamento automático dos serviços da dívida com os recursos coparticipáveis, que passaram a representar uma garantia de recebimento para os credores. Esse processo estimulou o endividamento e comprometeu o planejamento orçamentário devido ao pagamento automático das fontes credoras. (CEPAL, 2003)

## ***II. 4 – O Desequilíbrio Externo***

Grande parte da vulnerabilidade e das fontes de instabilidade da economia argentina após a conversibilidade se situava no setor externo. As preocupações do FMI no final da década em relação à Argentina eram relativas, principalmente, ao desequilíbrio na balança comercial, à evolução do déficit em conta corrente e à vulnerabilidade em relação às condições do mercado de capitais internacional que eram particularmente preocupantes devido à piora no ambiente financeiro latino-americano nesse período. (ALLEN, 2003)

Como parte dos preceitos neoliberais do Consenso de Washington estava inclusa a liberdade comercial. Utilizando essa agenda como diretriz para o seu governo, Menem realizou mudanças tanto nas importações e quanto nas exportações. As tarifas alfandegárias foram redefinidas, reduzidas e, em certos casos, eliminadas e, ao mesmo tempo, a utilização de instrumentos para-tarifários foi sendo progressivamente restringida.

Assim, com a eliminação de tarifas, a redução de barreiras alfandegárias e a fixação da taxa de câmbio em 1 para 1 com o dólar, as exportações foram estimuladas e mais ainda as importações. No período de 1990 a 1998, as exportações cresceram 115% e as importações aumentaram em uma proporção ainda maior, em 320%. (RAPOPORT, 2010) A consequência dessa maior pujança das importações foi um déficit comercial persistente e crescente (que girava em torno de 2% do PIB em média) que só deu trégua em 1995 e 1996.

As exportações argentinas foram favorecidas pelo aumento dos preços no mercado internacional (situação que se modificou a partir de 1997). Contudo, elas tinham que lidar com a perda de competitividade gerada pelo taxa de câmbio que envolvia diversos produtos

,com apenas algumas exceções<sup>30</sup>, e com as medidas protecionistas adotadas, principalmente, pela União Europeia. A questão da competitividade foi agravada ainda mais com a valorização do dólar que se deu na segunda metade da década.

A pauta de exportações continuou composta majoritariamente por produtos tradicionais de baixo valor agregado e baixa elasticidade-renda como cereais, azeites vegetais e carnes.

O estabelecimento de um mercado comum com a criação do MERCOSUL incrementou o comércio entre os países membros. No caso da Argentina, o crescimento das exportações foi bastante alavancado por conta do MERCOSUL, com destaque especial para o comércio com o Brasil, seu principal parceiro. No decorrer dos anos 90, a participação do MERCOSUL no total exportado passou de 20% para 45%, sendo 30% correspondente às exportações para o Brasil. (ALLEN, 2003) Em virtude da grande relação comercial com o Brasil, a Argentina foi particularmente abalada pela desvalorização do real em 1999,

Ainda que houvesse esforços na intenção de uma maior abertura comercial, a exportações estiveram sempre abaixo de 10% do PIB, ou seja, a economia permaneceu relativamente fechada. (O'CONNEL, 2002)

Em relação às importações, se destaca o aumento da importação de bens de capital, o que pode ser explicado pelo aumento do investimento e pela substituição parcial da produção local desses bens pela compra dos importados. (RAPOPORT, 2010) Quanto à origem dos produtos e serviços importados, têm-se como principais vendedores os países da União Europeia e do NAFTA. (O'CONNEL, 2002)

A combinação de recorrentes déficits comerciais com os saldos negativos crescentes no setor de serviços e no setor de serviços financeiros resultou no agravamento da situação deficitária da conta corrente. Entre 1992 e 2000, a Argentina acumulou um grande déficit em conta corrente da ordem de 84, 9 bilhões de dólares, cerca de 3,6% do PIB. (O'CONNELL, 2002)

Quanto à composição do déficit, em 1998, o pagamento de juros e a remessa de lucros constituíram metade do resultado daquele ano. Conforme O'Connell (2002) somente de 1999

---

<sup>30</sup> Como por exemplo, produtos da indústria agropecuária, *commodities* em que a Argentina tinha vantagem comparativa e o setor automotivo que tinha uma política de estímulo particular.

para 2000 a parcela do pagamento de juros somado à remessa de lucros nas transações correntes aumentou de 61,9% para 83,1%. No entanto, por mais que a remissão de lucros das empresas estrangeiras ao exterior tenha tido um papel importante na drenagem de recursos, o pagamento de juros contribuiu de forma mais significativa para o aumento do déficit em conta corrente. O saldo negativo da conta de juros avançou rapidamente, partindo de uma situação deficitária superior a um pouco mais de 1 bilhão de dólares no início da década de 90 para atingir entre 1999 e 2003 um saldo negativo médio de aproximadamente 6 bilhões. (CUNHA e FERRARI, 2008)

A entrada de capital estrangeiro na Argentina foi uma condição indispensável para a sustentação da conversibilidade. O investimento direto estrangeiro foi a maior fonte de financiamento do déficit em conta corrente e da acumulação de reservas. Entre os anos de 1990 e 2000, entraram no país aproximadamente 78 bilhões de dólares em forma de IED. Somente em 1999, o ano de registro do maior fluxo, o IED foi de cerca de 24 bilhões, um valor quinze vezes maior que o fluxo registrado em 1990. Os maiores investidores foram a Espanha, os Estados Unidos e a França, responsáveis por 40%, 25% e 7% do ingresso de IED entre 1992 e 2000, respectivamente. (KULFAS; PORTA e RAMOS, 2002)

Principalmente no início da década, o aumento do fluxo de IDE para a Argentina estava relacionado ao processo de privatizações e concessões, que correspondeu a 51% da entrada desse tipo de investimento entre 1990 e 1993. A maior parcela desse investimento era destinada, portanto, para a aquisição de empresas privadas e públicas e não para abertura de novos empreendimentos. Entre 1992 e 2000, a compra de firmas equivaliu a 56% do total do fluxo. (KULFAS; PORTA e RAMOS, 2002)

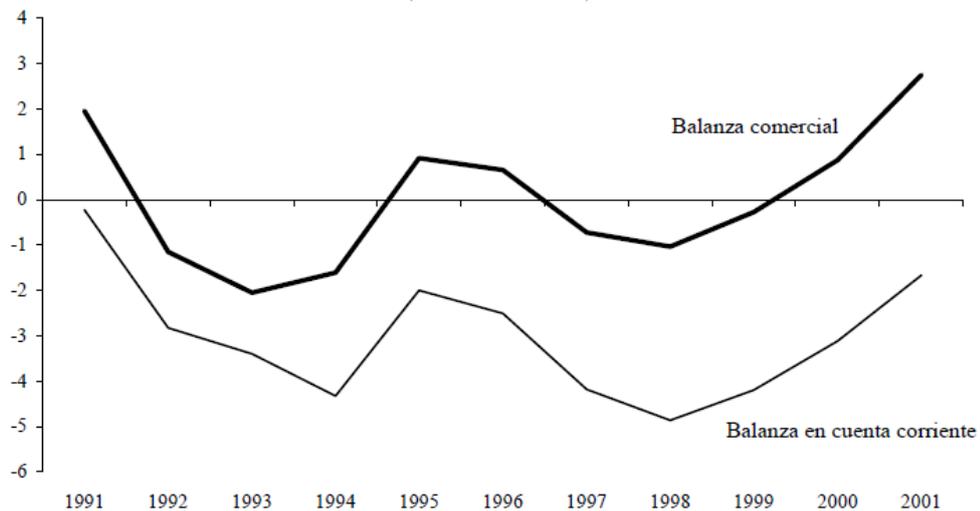
Ainda que a Argentina tenha contado com um grande fluxo de capitais, este não foi suficiente para evitar o aumento da dívida externa. A dívida mais do que duplicou entre 1990 e 2000, passando de 62,2 bilhões de dólares para 146 bilhões de dólares. A participação privada na dívida também aumentou ao longo dos anos, em 1991 era responsável por 14% da mesma, já no final de 2001, a parcela privada da dívida estava em 37,2%. (O'CONNELL, 2002)

O perfil da dívida externa do setor privado não financeiro tinha características alarmantes. Primeiramente, três quartos do total era de responsabilidade de apenas 59 empresas. Além disso, 75% da dívida externa desse setor estavam ligados a empresas

estrangeiras e 39% vinculados a empresas de serviços públicos privatizadas sob propriedade estrangeira. (O'CONNELL, 2002)

Em 2000, a dívida externa chegou a estar quatro vezes maior que a exportação de bens e serviços. Diante de um mercado financeiro doméstico “incompleto e caro, oferecendo somente financiamentos de curto prazo e com altas taxas de juros”, a liberalização do mercado de capitais argentino permitiu que as empresas pegassem emprestado fora do país em melhores e mais baratas condições do que as disponíveis internamente.<sup>31</sup>(O'CONNELL, 2002: 42 – Tradução nossa) No entanto, essa alternativa oferece grandes riscos de insolvência principalmente para empresas do setor de bens não comercializáveis, pois a receita das mesmas é em moeda local enquanto a dívida está em moeda estrangeira. Dessa forma, a empresa fica vulnerável a alterações cambiais e as mudanças de cenário no mercado internacional.

**Gráfico 8 - Balança Comercial e Balanço em Conta Corrente,  
1991 – 2001**  
(em % do PIB)



Fonte: FMI

Embora a fração da dívida privada no total da dívida externa tenha aumentado, a maior parcela ainda era composta pelo endividamento do setor público. De 1992 para 2001, a dívida pública (externa e interna) passou de aproximadamente 60 bilhões de dólares para cerca de 145 bilhões de dólares. (VALLE-FLOR, 2005)

<sup>31</sup> “*Incomplete and expensive one offering only short-run finance at extremely high interest rates*”. (Trecho original)

## ***II.4 – O Sistema Financeiro***

A repercussão da crise mexicana na economia argentina deixou evidente a vulnerabilidade do sistema financeiro. A falência do banco Extrader e a grande corrida bancária que reduziu significativamente a quantidade de depósitos em poucos meses sinalizaram para a necessidade de ajustes. Diante disso, o governo se movimentou para corrigir as falhas e aumentar a segurança do sistema:

- a) Reforçou a supervisão dos bancos;
- b) Ampliou as exigências em relação ao capital regulatório, essas por sua vez mais rigorosas do que as determinadas pelo Comitê da Basileia;
- c) Adotou também normas mais rígidas em relação ao gerenciamento da liquidez;
- d) Criou a SEDESA em 1995 que constitui um seguro de depósitos com o objetivo de cobrir os riscos dos depósitos bancários, contribuindo com a segurança e a estabilidade do sistema financeiro argentino.

Assim, o sistema bancário passou a ser mais e melhor regulado, tornando-se uma referência para os países de economia emergente. Em 1998, o sistema bancário argentino foi o segundo mais bem avaliado entre os dos países em desenvolvimento, na frente do Chile, inclusive.

Sobretudo após 1995, o aumento da concentração bancária e a ampliação da quantidade de bancos estrangeiros se deram a passos largos. Devido à venda de inúmeros bancos provinciais, o número de bancos públicos reduziu de 37 em 1994 para apenas 19 em 2000. (DUJOVNE e GUIDOTTI, 2001) Os dez maiores bancos retinham 73,3% do total dos depósitos, ao passo que dez anos antes essa proporção era de 54,1%. Ademais, no final do ano 2000, aproximadamente 70% dos depósitos se concentravam nos dez maiores bancos privados, grande parte deles estrangeiros ou bancos públicos que foram adquiridos por estrangeiros. (O'CONNEL, 2002)

Esperava-se que um maior número de bancos estrangeiros garantisse uma melhor resposta aos possíveis choques externos. Allen (2003) ressalta que a presença de bancos de propriedade estrangeira poderia conferir ao sistema financeiro local maior credibilidade e confiança pela possibilidade de utilização dos mesmos altos padrões de gestão aplicados em seus países de origem. Adicionalmente, na falta de um prestador de última instância, as

matrizes poderiam ocupar essa função de socorristas provendo divisas para suas filiais. Para O'Connell (2002), a crise de 2001 mostrou que na verdade a grande maioria dos bancos não estava preparada para superar grandes colapsos.

O retorno do crescimento, o controle da inflação e a fixação do taxa de câmbio foram elementos do panorama macroeconômico do início dos anos 90 que possibilitaram a diminuição da incerteza e o aumento da confiança dos agentes na economia. A confirmação dessa percepção mais positiva dos agentes quanto à economia pode ser percebida no crescimento dos agregados monetários, da demanda de ativos e da oferta de crédito. (HEYMANN, 2000)

A expansão do M3 foi considerável entre 1990 e 1998 partindo de 5,4% para mais de 22% do PIB. O crédito bancário destinado ao setor privado chegou a 17% do PIB em 1997, sendo a maior parte, cerca de 60% em 1998, em moeda estrangeira. (HEYMANN, 2000)

A história inflacionária influenciou na utilização do peso como reserva de valor. Mesmo com a estabilidade dos preços, os agentes preferiam manter os seus depósitos em dólar, o que foi facilitado pela ausência de restrições em relação a transações com moedas estrangeiras.

O risco ligado à uma desvalorização e à deterioração da condição fiscal se elevou durante os anos 90. A dolarização dos passivos dos clientes bancários só aumentava e, sobretudo após 1999, registrou-se um grande aumento da tomada de empréstimos bancários pelo setor público. Em um teste para avaliar a sensibilidade dos bancos às mudanças nos preços dos títulos públicos, Dujovne e Guidotti (2001) concluíram que o sistema suportaria uma queda máxima de 37%, no entanto, havia uma notável diferença entre a resistência dos bancos nacionais e dos estrangeiros, para os primeiros uma queda de até 88% seria aceitável, enquanto os segundo sucumbiriam a qualquer redução maior que 27%.

Entre 1994 e 2001, a quantidade de depósitos dobrou impulsionada predominantemente pelo aumento dos depósitos em dólar, que passaram a existir em maior quantidade que os em moeda nacional. (O'CONNELL, 2002) O crescimento dos empréstimos acelerou a partir de 1998 e estes estavam ainda mais dolarizados que os depósitos.

## ***II.5 – Os Choques Externos***

Apesar do México e da Argentina não terem uma relação tão estreita em termos de comércio exterior, a economia argentina foi profundamente impactada pelo “efeito tequila” resultante da desvalorização do peso mexicano em 1995. O mercado internacional conhecendo as similaridades entre as políticas econômicas dos dois países começou a duvidar da capacidade de manutenção da conversibilidade na Argentina. Os efeitos do ambiente de incerteza instaurado no mercado foram sentidos rapidamente: diminuição da demanda dos títulos argentinos, aumento do diferencial entre as taxas de juros em peso e em dólar e uma grande saída de capitais. Em março de 1995 a situação ficou ainda mais grave com a retirada maciça dos depósitos dos bancos que só nesse mês foi de 10%. (HEYMANN, 2000)

A resposta do governo se deu por meio da aplicação de diversas medidas fiscais e reformas estruturais, que juntamente com um acordo de crédito firmado com o FMI, contribuíram para que o restabelecimento gradual da confiança do mercado. Aos poucos, os depósitos foram retornando ao patamar anterior, as taxas de juros se reduzindo, o indicador de risco-país se recuperando e os capitais regressando.

Esse choque acabou por ser um teste de resistência para o regime de conversibilidade por conta da intensidade do seu impacto. A recuperação rápida e a manutenção da paridade com o dólar foram compreendidas como provas da capacidade de conservação do regime mesmo em situações adversas. O FMI que na época da implementação do regime de paridade fixa era reticente quanto à viabilidade do mesmo, reviu a sua posição diante da resposta da economia argentina às consequências geradas pela crise mexicana e pela disposição do governo em adotar medidas, ainda que duras, em favor da sobrevivência da conversibilidade. (FMI, 2004)

Outro choque externo atinge a Argentina em 1997, porém, desta vez, não causou grandes perturbações. O impacto não foi imediato, somente após a crise das economias asiáticas alcançar Hong Kong, cujo sistema monetário possuía semelhanças com o argentino, que a economia argentina passou a exibir sinais de abatimento como a contração das reservas internacionais, o aumento da taxa de juros e a redução dos preços dos ativos. Essa agitação, contudo, não durou mais do que algumas semanas. (HEYMANN, 2000)

A partir de 1998 a Argentina passa a encarar diversas situações adversas no mercado internacional, tais como: *i*) a interrupção do fluxo de capitais para os países de economia

emergente por conta da crise russa que se iniciou em agosto de 1998; *ii*) a redução das exportações brasileiras e de outros parceiros comerciais; *iii*) declínio dos termos de troca devido a redução dos preços do petróleo e de outros produtos básicos; *iv*) a apreciação do dólar frente ao euro reduzindo a competitividade dos produtos argentinos, em especial na União Européia; *v*) e a desvalorização do real em 1999. (FMI, 2004)

A crise russa afetou a economia argentina profundamente. De julho a setembro de 1998 a taxa de juros em pesos dos empréstimos para empresas de primeira linha dobraram, passando de 8% para 16%. Ao mesmo tempo, o risco país aumentou em 11 pontos e os preços das ações caíram consideravelmente. (HEYMANN, 2000) Conforme Allen (2003), essa crise possui como características a sua virulência e o “fator surpresa”. O principal desdobramento da crise russa é a suspensão do fluxo de capitais para as economias emergentes, particularmente, as de América Latina, como será visto na próxima seção.

A desvalorização do real de cerca de 70% agravou a situação econômica argentina que já estava debilitada. Essa alteração na taxa de câmbio brasileira afetava diretamente o lado real da economia argentina, uma vez que havia uma relação comercial intensa entre os dois países.

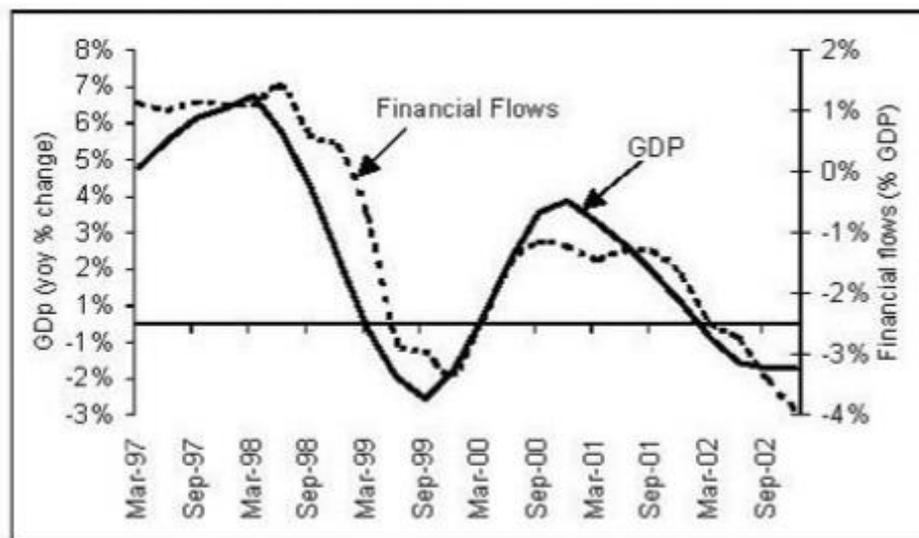
### **II.5.1 – A crise russa e a fragilidade argentina**

Nos diversos estudos sobre a crise argentina, os autores apresentam diferentes explicações para a sua ocorrência e magnitude como, por exemplo, a indisciplina fiscal, a rigidez do regime cambial e até mesmo a combinação de vários fatores. Calvo e Talvi (2005) defendem que a crise russa impactou a Argentina através da interrupção do fluxo de capitais e as suas fragilidades internas amplificaram o choque que evoluiu para uma das maiores crises dos últimos tempos.

Um aspecto intrigante e central para os autores é entender porque o impacto dessa crise sobre alguns países foi, na comparação entre alguns casos, tão distinto. Como exemplos, eles utilizaram os casos do Chile e da Argentina. Por que a Argentina colapsou e o Chile não (apesar de ter passado por grandes reajustes macroeconômicos)? A resposta a essa pergunta foi o que os autores pretenderam encontrar ao longo do estudo. Como resultado dessa busca, concluíram que a combinação de uma economia mais fechada com uma alta dolarização do passivo deixou a Argentina vulnerável diante de uma necessidade de depreciação cambial.

Para Calvo e Talvi (2005), a crise do rublo russo em 1998 foi o estopim de muitas crises que se sucederam na América Latina no final da década de 90 até o início do século XXI, incluindo a crise argentina de 2001. O gráfico 9 mostra a queda tanto do PIB quanto do fluxo financeiro, em média, a partir do segundo trimestre de 98, pouco depois de estourar a crise. Fica clara a relação de causalidade da crise com o mau desempenho econômico dos países que compõem o LAC-7 (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Venezuela).

**Gráfico 9 - Fluxo Financeiro Externo e Crescimento Econômico para o LAC-7\***



\*LAC-7 corresponde aos sete maiores países da América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Venezuela). Para construir o gráfico, foram utilizadas as médias dos valores relacionadas a esse conjunto. Juntos, esses países representam 93% do PIB da América Latina.

Fonte: CALVO E TALVI (2005)

Acredita-se que a explicação para a diferença entre os estados de debilidade que os países apresentam em decorrência de colapsos nos fluxos de capitais está nas suas vulnerabilidades internas. Quanto maior for a vulnerabilidade financeira doméstica, maior será o impacto do choque sentido por um país em virtude desses eventos de parada súbita. O reconhecimento dessa relação esclarece o fato de que a crise russa abalou os países da América Latina em intensidades diferentes, como ilustra bem as experiências argentina e chilena:

“(...) O Chile sofreu uma parada súbita severa nos fluxos de capital e um ajustamento macroeconômico doloroso logo depois da crise russa, apesar dos seus fundamentos econômicos muito sólidos e dos rígidos controles sobre os fluxos de capitais.

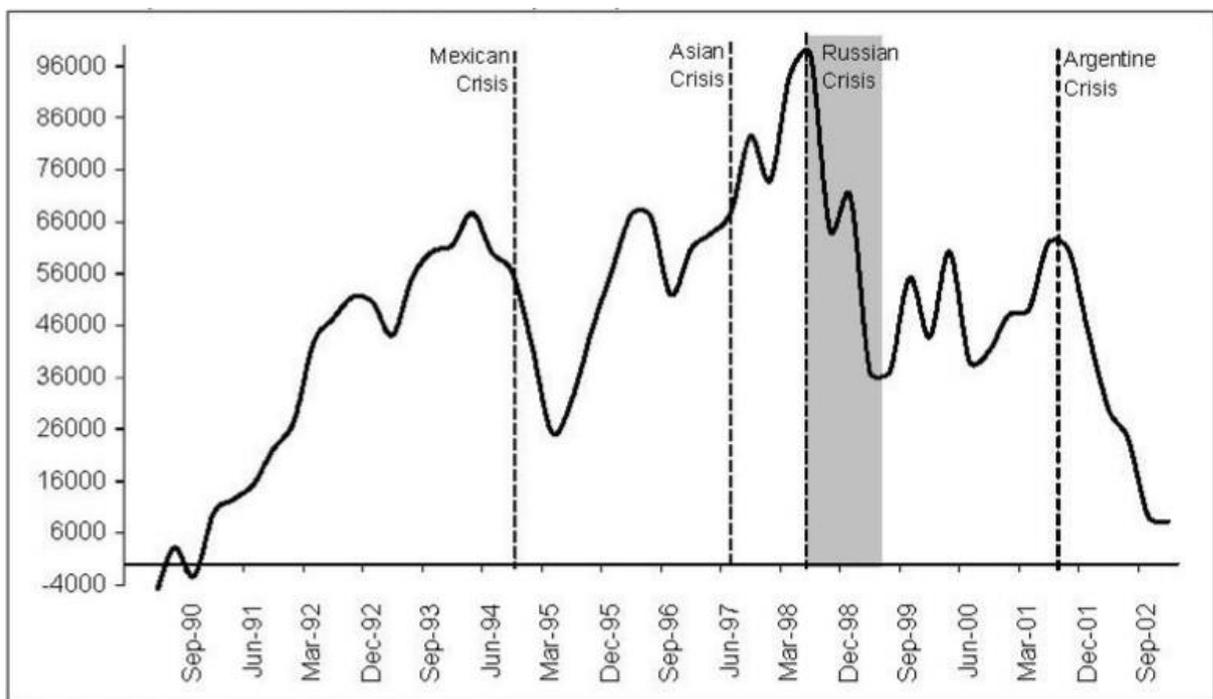
Entretanto, por mais difícil o percurso e doloroso o ajuste, a economia chilena não experimentou nenhuma crise financeira e não colapsou como fez a economia da Argentina”<sup>32</sup> (CALVO e TALVI, 2005: 4 – Tradução nossa)

Calvo e Talvi (2005) apresentam um gráfico que acompanha a evolução do fluxo financeiro nas economias do LAC-7 do terceiro trimestre de 1990 até o mesmo período de 2002. Nesse gráfico são indicadas as principais crises que afetaram a região nesse intervalo de tempo, incluindo a argentina, de modo a observar o abalo das mesmas sobre o LAC-7. Os autores destacam a grande entrada de capitais nesses países nos anos 90:

“(…) os fluxos de capital para os principais países da América Latina (daqui em diante, LAC-7), que praticamente desapareceram após a crise da dívida do início da década de 80, saltou de -13 bilhões de dólares (ou -1,1% do PIB) em IV-1989 para 100 bilhões de dólares (ou 5,5% do PIB) em II-1998. No seu auge, os fluxos de capital externo para LAC-7 estavam financiando 24% do investimento total na região”<sup>33</sup>. (Ibid.: 5-6 – Tradução nossa)

### Gráfico 10 - Expansão e Contração dos Fluxos de Capitais para o LAC-7, 1990 – 2002\*

(em milhões de dólares, últimos quatro trimestres)



Fonte: CALVO E TALVI (2005)

<sup>32</sup> “(...) Chile suffered a severe Sudden Stop in capital flows and a painful macroeconomic adjustment in the aftermath of Russian crisis, in spite of its very solid economic fundamentals and tight controls on capital inflows.<sup>32</sup> However hard the landing and painful the adjustment, the Chilean economy experienced no financial crisis and did not collapse as did Argentina’s economy”. (Trecho original)

<sup>33</sup> “(...) external capital flows to the major Latin America countries (henceforth LAC-7), which all but vanished after debt crisis of the early 1980s, jumped from minus 13 billion dollars (or minus 1.1 percent of GDP) by the year ending in IV-1989 to 100 billion dollars (or 5.5 percent of GDP) in the year ending in II-1998. At their peak, external capital flows to LAC-7 were financing 24 percent of total investment in the region”. (Trecho original)

É possível visualizar através do gráfico 10 a repercussão de cada crise sobre os países do LAC-7. Percebe-se que após a crise mexicana há uma redução importante nos fluxos de capitais, porém temporária, sendo revertida posteriormente. Já a crise asiática não resultou em uma mudança nesses fluxos, este permaneceu seguindo abundantemente para a América Latina.

A crise russa foi a que deixou maiores sequelas, além de ter gerado choques que perduraram por mais tempo. Como pode se observar no gráfico 10, ocorre a partir dessa crise uma queda brusca no fluxo de capitais que não se restabelece ao patamar anterior e é agravado com a crise de 2001 na Argentina, cujo desencadeador, para os autores, é justamente a crise do rublo em 98:

“Em conjunto com o resto dos mercados emergentes, os spreads das taxas de juros para o LAC-7 passaram de 450 pontos-base, antes da crise russa, para 1600 pontos-base em setembro de 1998, mais do que triplicando o custo do financiamento externo em um período de semanas. Como resultado, os fluxos de capital para os países do LAC-7 chegaram a uma parada brusca, passando de 100 bilhões de dólares (ou 5,5% do PIB) em II-1998, antes da crise da Rússia, para 37 bilhões de dólares (ou 1,9% PIB), um ano depois (...)”<sup>34</sup>. (Ibid.: 8 – Tradução nossa)

Se atendo ao país protagonista deste trabalho, a Argentina, a tabela 9 é reveladora quanto à dimensão de sua crise. Houve uma redução do fluxo de capitais para esse país em 19,5% do PIB pela comparação do ponto máximo de fluxo em 98 com o nível de 2002.

Com exceção do México que foi pouco afetado, a crise russa deixou rastro por onde passou, tal como evidencia a terceira coluna da tabela 9. Os fluxos de capitais foram alterados em todos os países em maior ou menor intensidade, apesar de a Argentina e a Venezuela terem sido os mais impactados. Como consequência, também variando de país para país, ocorreram grandes ajustamentos macroeconômicos. (CALVO e TALVI, 2005)

---

<sup>34</sup> “*In tandem with the rest of emerging markets, interest rate spreads for LAC-7 rose from 450 basis points prior to the Russian crisis to 1600 basis points in September 1998, more than tripling the cost of external financing in a period of weeks. As a result, capital inflows to LAC-7 countries came to a Sudden Stop, falling from 100 billion dollars (or 5,5 percent of GDP) in the year ending in II-1998 prior to the Russian crisis, to 37 billion dollars (or 1,9 percent of GDP) one year later(...)*”. (Trecho original)

**Tabela 9 - Expansão e Contração dos Fluxos de Capitais por Países**  
(% do PIB, últimos quatro trimestres)

Country	Boom	Bust	
	Avg 1985-1990 vs peak 1998	peak 1998 vs trough 1999	peak 1998 vs 2002
Chile	9.3	-7.9	-5.2
Peru	16.0	-7.2	-4.7
Colombia	2.1	-6.6	-3.5
Brazil	8.5	-5.8	-3.8
Venezuela	5.4	-3.5	-17.4
Argentina	8.5	-2.2	-19.5
Mexico	3.8	-1.9	-1.7
Average	7.7	-5.0	-8.0

Fonte: CALVO E TALVI (2005)

### II.5.1.1 – Uma análise comparativa

Conforme já foi abordado, o impacto de uma parada súbita sistêmica no fluxo de capitais variará de um país para outro de acordo com as vulnerabilidades internas de cada um. Sendo assim, alguns fatores, que se configuram fragilidades diante desse tipo de evento, poderão indicar em que dimensão um país será afetado. A abertura comercial e a dolarização financeira são dois aspectos críticos para uma economia afetada por um episódio 3S. Segundo Calvo e Talvi (2005), a gravidade da crise da Argentina de 2001 está fortemente relacionada com a presença desses dois aspectos na sua economia, mais detalhadamente, alta dolarização e pouca abertura.

A importância da abertura comercial em circunstâncias de colapso no fluxo de capitais reside na sua influência sobre a magnitude da variação da taxa de câmbio real. Uma economia mais aberta necessitará de um ajuste na taxa de câmbio menor, como foi o caso chileno, enquanto uma economia mais fechada, como era o caso argentino na época, demandará uma mudança maior na taxa de câmbio real. Os autores oferecem a seguinte explicação para elucidar a dinâmica da relação entre abertura e taxa de câmbio real:

“A intuição é que, no curto prazo, isto é, quando a oferta de bens comercializáveis é relativamente fixa, um ajuste da conta corrente de qualquer dado tamanho exige uma redução proporcional maior na absorção doméstica de bens comercializáveis quanto menor for a oferta de bens comercializáveis em relação à

consumo interno de bens comercializáveis. Sob padrões normais de preferência (homotéticas), a absorção de bens não-comercializáveis deve cair na mesma proporção que as dos bens comercializáveis. No curto prazo, isto é, quando a oferta de bens não-comercializáveis é relativamente fixa, a mudança necessária na taxa de câmbio real de equilíbrio será maior, quanto menor a oferta de bens comercializáveis em relação à despesa interna em bens comercializáveis”<sup>35</sup>. (Ibid., 20 – Tradução nossa)

**Tabela 10 - Parada Súbita, Abertura e Ajuste da Taxa de Câmbio Real na Argentina e no Chile**

Country	Openness (share of tradables in GDP, avg 91-97*)	Current Account Deficit Year to II.1998		Required change in the equilibrium RER** (scaled to Chile's observed depreciation)
		% of GDP	% of imports	
Chile	35%	6.5%	22%	48%
Argentina	24%	4.7%	36%	75%

Fonte: CALVO E TALVI (2005)

Como forma de mensurar a abertura do Chile e da Argentina, foi escolhida como parâmetro a parcela de bens comercializáveis no PIB. Seguindo esse raciocínio, conforme a tabela 10, a parcela de bens comercializáveis no PIB é maior no Chile (35%) do que na Argentina (24%), o que significa que o país andino é mais aberto comercialmente. É importante ressaltar que esses valores são referentes aos anos entre 1991 e 1997, ou seja, anos anteriores à crise do rublo russo.

Além dos dados relativos à parcela dos bens comercializáveis no PIB para mensurar a abertura comercial, a tabela 10 também fornece os valores referentes ao déficit em conta corrente para ajudar nessa análise. Ainda assim, uma observação superficial que se restringisse aos dados relacionados à razão déficit/PIB não seria suficiente para compreender o porquê de a Argentina precisar de uma alteração maior na taxa de câmbio real. Contudo, quando se analisa o déficit em conta corrente como parcela das importações nota-se que esse parâmetro é 60% maior na Argentina, confirmando a necessidade de um ajuste maior na taxa de câmbio a fim de reverter o déficit. (CALVO e TALVI, 2005)

<sup>35</sup> “The intuition is that in the short run, i.e., when the supply of tradables is relatively fixed, an adjustment of the current account of any given size requires a larger proportional reduction in domestic absorption of tradables the smaller the supply of tradables relative to domestic expenditure of tradables. Under standard assumptions of preferences (homotheticity), the absorption of non-tradables must fall by the same proportion as tradables. In the short run, i.e., when the supply of non-tradables is relatively fixed, the required change in the equilibrium real exchange rate will be larger, the smaller the supply of tradables relative to domestic expenditure on tradables”. (Trecho original)

Utilizando a depreciação verificada no Chile (48%) como orientação<sup>36</sup>, os autores estimaram que a Argentina precisasse de uma depreciação real de 75% após a crise para acabar com o déficit assim como feito pelo Chile. No entanto, devido a grande dolarização dos passivos, a economia argentina era sensível à desvalorizações pois levaria ao descasamento cambial dos balanços dos agentes. Uma desvalorização de grande proporção como a calculada em 75% provocaria muitos danos sobre os agentes detentores de dívidas em moeda estrangeira, mais especificamente nesse caso, o dólar.

Antes da crise russa, 80% da dívida privada total estavam denominadas em dólares e os bens comercializáveis correspondiam a somente 25% do total da produção (gráfico a da figura 4). Na figura 4, o gráfico b mostra os resultados de uma simulação de desvalorização da taxa de câmbio real na porcentagem mencionada para a Argentina. A segunda coluna do gráfico demonstra que uma desvalorização real da moeda argentina em 75% aumentaria em 35% o estoque da dívida de uma empresa representativa. Uma empresa representativa é aquela que possuiu 80% do seu passivo em dólar e 25% da sua receita também na moeda americana. Uma empresa de bens não comercializáveis, aquela cuja renda está 100% em moeda argentina, veria aumentar em 61% a sua dívida.

“Este ‘golpe duplo’, ou seja, o forte aumento dos custos de financiamento externo e a reavaliação do estoque de dívida privada força um ajuste muito maior no estoque da dívida e põe em movimento uma crise de crédito potencialmente perturbadora (isto é, a incapacidade de rolar estoques de dívida existentes), que poderia estrangular o investimento e a produção”<sup>37</sup>. (Ibid., 2005: 23 – Tradução nossa)

Conforme ressalta os autores, ainda que a dificuldade de rolar a dívida acometa apenas algumas empresas, o clima de incerteza acaba por estender a desconfiança ao conjunto todo. Portanto, “como um congestionamento em uma rodovia causado por um acidente, que pode interromper o fluxo do tráfego, isso pode representar um grande choque de oferta negativo”<sup>38</sup>. (CALVO e TALVI, 2005: 23 – Tradução nossa)

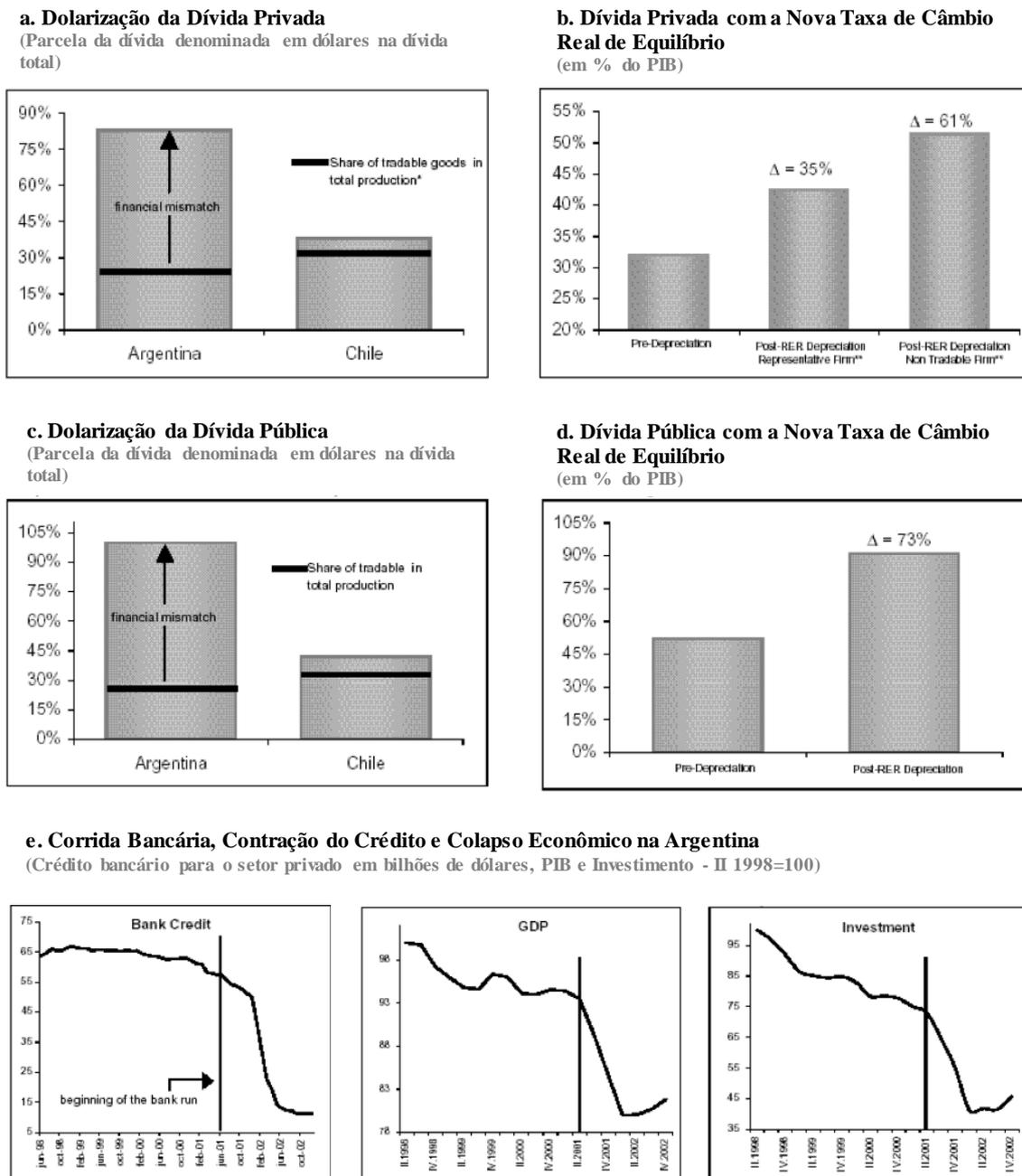
<sup>36</sup> Para que fosse possível usar como base a depreciação chilena para mensurar a argentina, os autores presumiram que os dois países exibissem a mesma elasticidade de substituição do consumo de bens comercializáveis por bens não comercializáveis.

<sup>37</sup> “*This ‘double whammy’, namely, the sharp rise in external financing costs and the revaluation in the stock of private debt, forces a much larger adjustment in debt stocks and sets in motion a potentially disruptive credit crunch (i.e., the inability to roll over existing stocks of debt) that could strangle investment and production*”. (Trecho original)

<sup>38</sup> “*Like highway congestion caused by an accident, which can stop the flow of traffic, this may represent a mayor negative supply shock*”. (Trecho original)

Os gráficos c e d mostram como a capacidade do governo de contornar a crise estava comprometida, quase 100% da dívida pública argentina, seja ela externa ou doméstica, estava em dólares. No cenário em que é realizada a desvalorização da taxa de câmbio em 75%, o efeito sobre a dívida pública é significativo. Após esse ajuste, a dívida pública incrementaria em 73%, alcançando uma parcela de 93% do PIB. Portanto, de acordo com os dados, o governo argentino possuía pouca margem para manobra, uma vez que:

**Figura 4 – Parada Súbita, Dolarização, Crise Financeira e Colapso Econômico: A Argentina à luz do Chile**



Fonte: CALVO E TALVI (2005)

"Para sustentar esses níveis mais elevados de dívida pública sob condições mais apertadas de financiamento externo, o setor público da Argentina teria sido obrigado a aumentar significativamente o seu superávit primário de uma forma sustentada e crível em um montante de 3 pontos percentuais do PIB (ou 15 % dos gastos do governo) .Visto que os gastos do governo consistem principalmente de salários e pensões, é quase impossível para um governo democraticamente eleito executar explicitamente essa redução através do processo de orçamento normal. A alternativa, isto é, aumentar os impostos sobre o setor privado no momento em que o setor privado também estava vivenciando uma crise de crédito grave, significava simplesmente fechar um buraco abrindo outro. " <sup>39</sup>. (CALVO e TALVI, 2005: 24 – Tradução nossa)

Os bancos também ficaram comprometidos. A dura condição financeira da Argentina fez com o portfólio de empréstimos bancos se deteriorasse e a situação só tendia a piorar. Em 2001, receosas de uma desvalorização e percebendo o agravamento da crise, as pessoas decidiram sacar seus depósitos dos bancos, dando início a uma grande corrida bancária. Em cerca de 11 meses, 50% dos depósitos já haviam sido retirados, comprometendo severamente as reservas internacionais. (CALVO e TALVI, 2005)

A condição econômica da Argentina estava crítica e a manutenção do regime de conversibilidade não era sustentável. Os últimos três gráficos da figura 4 mostram a evolução do crédito bancário, do PIB e do investimento. Fica evidente a trajetória descendente das curvas principalmente após o início da corrida bancária e o agravamento da situação dessas variáveis com o fim da conversibilidade e a desvalorização do câmbio. Entre os terceiros trimestres de 1998 e 2002, o PIB caiu 25%, e no mesmo período o investimento reduziu drasticamente em 75%. (CALVO e TALVI, 2005)

Muitos economistas atribuem a responsabilidade pela crise argentina à demora do governo em perceber que uma desvalorização deveria ser feita. Contudo, para Calvo e Talvi (2005), o problema não era quando deveria ter sido determinada e realizada a desvalorização. O ponto crítico, na verdade, envolve os efeitos da desvalorização cambial sobre a dívida pública e privada diante de uma economia altamente dolarizada, sendo insignificante a questão temporal que só influenciaria no adiantamento ou adiamento da crise.

---

<sup>39</sup> *"In order to sustain those higher levels of public debt under tighter external financial conditions, Argentina's public sector would have been required to significantly increase its primary surplus in a sustained and credible manner to the tune of 3 percentage points of GDP (or 15 percent of government expenditures). Since government expenditures largely consist of wages and pensions it is close to impossible for a democratically elected government to engineer explicitly such a reduction through the normal budget process. The alternative, i.e., to increase taxes on the private sector at the time when the private sector was also experiencing a severe credit crunch, simply meant plugging one hole by opening another".* (Trecho original)

## CAPÍTULO III – A RECUPERAÇÃO

### *III. 1 - Introdução*

Nos primeiros anos da conversibilidade, a economia argentina recobrou o fôlego: o PIB voltou a apresentar taxas de crescimento positivas e a inflação foi diminuindo sistematicamente. No entanto, a paridade cambial foi responsável também por gerar déficits na balança comercial devido ao estímulo às importações e por prejudicar a indústria que tinha a sua competitividade reduzida, seja pelo encarecimento dos seus produtos no mercado externo, seja pela entrada dos produtos importados que competiam com os mesmos no mercado doméstico. A década de 1990 também contou com o aumento da dívida pública e da dívida externa a níveis alarmantes. A crescente dolarização, por conta da utilização do dólar como uma espécie de segunda moeda, deixava a economia cada vez mais vulnerável a uma possível desvalorização cambial. No campo social, a deterioração dos indicadores não cedeu e se intensificou nos anos da crise, tanto a pobreza quanto o desemprego e a desigualdade dispararam.

Além dos focos de desequilíbrio que a economia exibia nesses anos, Birdsall (2002) cita um elemento a mais que contribuiu para levar a Argentina ao colapso, o fator má sorte. Após 1998, as condições externas ficaram extremamente desfavoráveis e a economia argentina desandou até colapsar entre 2001 e 2002.

Quando De La Rúa assume a presidência em 1999 após dois mandatos de Menem, a economia já apresentava sinais de retração. Para tentar contornar a crise, o governo De La Rúa segue o caminho ortodoxo e impopular de corte de gastos e aumento de impostos. Não só as diversas medidas realizadas para reconduzir a economia para a estabilidade e o crescimento não foram eficazes, como também, algumas delas, como o *corralito*, fizeram ampliar a insatisfação popular que já existia por conta da deterioração social e econômica. Assim, conjuntamente com a crise econômica se verifica uma crise social e política. De La Rúa renuncia ao cargo em meio a saques, greve geral e panelaços, e após a dança da cadeira presidencial (cinco presidentes em 11 dias), Duhalde é eleito presidente.

Antes do início do novo governo, a Argentina já havia decretado moratória unilateral de sua dívida pública. Com Duhalde, é posto fim à paridade fixa entre o peso e o dólar e é estabelecida a pesificação dos depósitos na relação de 1,40 pesos para 1 dólar. Remes Lenicov, o primeiro a assumir o ministério da Economia no governo Duhalde, não ocupou o cargo por muito tempo e foi substituído por Roberto Lavagna, que mantido por Kirchner, fica até novembro de 2005.

A crise chega ao seu auge em 2002, o PIB retrai 11% e o investimento cai aproximadamente 36%. Contudo, ainda que os dados acumulados desse ano mostrem um desempenho catastrófico da economia, ao se analisar os dados trimestrais, percebe-se que ao longo do ano a situação vai ficando mais amena em relação ao que estava no início. A contração do PIB reduz de -16,3% no primeiro trimestre para -3,6% no último trimestre. Com o consumo privado e o investimento a situação é a mesma. O consumo privado nos três primeiros meses do ano é negativo em 18,8%, no quarto trimestre já está em -7,2%. Já o investimento apresenta uma queda brusca de aproximadamente 45% no primeiro trimestre mas no final do ano está em -16,5%. Apesar dos sinais incipientes de avanço, paralelamente, a inflação estava aumentando e durante a maior parte do ano, a taxa de câmbio nominal ficou acima dos 3 pesos por dólar e algumas vezes próxima a 4 pesos.

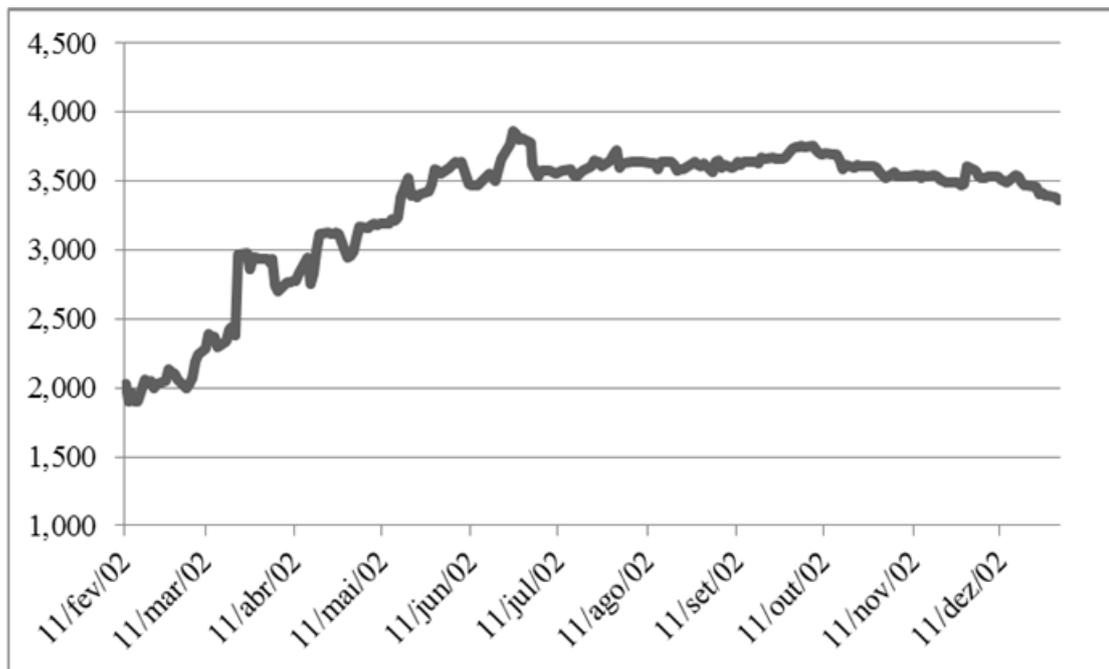
**Tabela 11- A Economia em 2002**

(em %)	I/02	II/02	III/02	IV/02	2002
<b>PIB</b>	-16,3	-13,5	-9,8	-3,6	-10,9
<b>Consumo Privado</b>	-18,8	-17,2	-13,8	-7,2	-7,2
<b>FBKF</b>	-45,4	-43	-36,7	-16,5	-36,1
<b>Exportações</b>	5,6	-1,6	3,4	6,3	3,2
<b>Inflação</b>	7,9	28,4	38,5	41	

Fonte: INDEC. Elaboração própria.

Em 25 de maio de 2003, apoiado por Duhalde, Néstor Kirchner assume o cargo de presidente da Argentina. Kirchner e Lavagna serão os responsáveis pela recuperação extraordinária da economia argentina logo após a sua decadência. Em seu discurso de posse, o novo presidente já deixou claro que não daria continuidade ao modelo econômico e político do período anterior que, segundo suas próprias palavras, levou “(...) *millones de argentinos a la excusión social, la fragmentación nacional y el enorme e interminable endeudamiento externo*”.(KIRCHNER, 2003)

**Gráfico 11 - Taxa de Câmbio Nominal**  
(Fev– Dez/2002)



Fonte: INDEC. Elaboração própria.

O governo Kischner tinha como prioridade a reversão do quadro social totalmente decadente. Para isso, pretendia fugir da polaridade “Estado onipresente e esmagador” e “Estado desertor e ausente”, atuando em um meio termo de forma que o estímulo ao crescimento econômico estivesse associado à diminuição da desigualdade social e à geração de empregos. Após o fracasso em termos sociais das políticas pró-mercado da década de 90, Kirchner apostava em um papel mais participativo do Estado, segundo ele, “(...) *el mercado organiza económicamente pero no articula socialmente, debemos hacer que el Estado ponga igualdad allí donde el mercado excluye y abandona*”. (KIRCHNER, 2003)

A integração regional era outro ponto de extrema importância. Nesse caso, o governo daria preferência às relações com o MERCOSUL, em especial com o Brasil (apesar de vários episódios de tensão), uma vez que eram vistas como alianças estratégicas. Esse maior envolvimento na integração latino-americana não significava um distanciamento dos países desenvolvidos nem dos Estados Unidos, embora, Kirchner em seu discurso descartasse um “alinhamento automático”, o que evidentemente constitui uma crítica à condução anterior das relações internacionais.

Um grande desafio para o novo governo era conduzir as negociações em torno do pagamento da dívida em *default*. A mensagem aos credores era clara, teriam que esperar:

*“Sabemos que nuestra deuda es un problema central. No se trata de no cumplir, de no pagar. No somos el proyecto del default. Pero tampoco podemos pagar a costa de que cada vez más argentinos vean postergados su acceso a la vivienda digna, a un trabajo seguro, a la educación de sus hijos, o a la salud.*

*Cresciendo nuestra economía crecerá nuestra capacidad de pago”.*  
(KIRCHNER, 2003)

O acordo da moratória da dívida se efetivou em 2005, quando a economia argentina já tinha se recuperado e apresentava um desempenho excepcional. Do total dos credores, 76% aceitaram as condições propostas e a dívida reduziu de 195 bilhões para 125 bilhões de dólares. O resultado da negociação foi visto como uma vitória do governo Kirchner. (NEUTZLING, 2008)

A relação com o FMI se torna bastante conflituosa. O Fundo não concordava com as medidas heterodoxas aplicadas pelo governo, e exigia superávits maiores em torno de 5% do PIB e a apreciação do câmbio. Do outro lado, o governo não concordava com as condições, o que resultava em negociações tensas com FMI. Devido à discordância do governo com as exigências e pressões, em 2006, se dá o cancelamento completo da dívida com o Fundo.

De acordo com o MECON (2007), o novo modelo econômico tinha como base o seguinte tripé:

- i. Manutenção do câmbio em um nível competitivo (leia-se alto);
- ii. Equilíbrio fiscal;
- iii. Políticas de renda.

Segundo Frenkel e Rapetti (2008: 1 – Tradução nossa), “(...) o regime macroeconômico focado na preservação de uma taxa de câmbio real estável e competitiva (SCRER) foi um fator-chave que explica o rápido crescimento experimentado na Argentina (...)”.<sup>40</sup> A partir da taxa de câmbio competitiva vários resultados foram alcançados. Primeiramente, favoreceu o aumento das exportações e deprimiu as importações, gerando superávits na balança comercial e em conta corrente. Além disso, o estímulo às exportações

---

<sup>40</sup> “(...)the macroeconomic regime focused on the preservation of a stable and competitive real exchange rate (SCRER) has been a key factor explaining the rapid growth experienced in Argentina (...)”. (Trecho original)

também permitiu o aumento da renda, o reaquecimento da indústria e a criação de novos postos de trabalho. O impulso exportador também significou um aumento da arrecadação do governo com as retenções (taxação das exportações dos setores tradicionalmente competitivos) contribuindo para o superávit fiscal registrado no período. Os saldos positivos da balança comercial, por sua vez, forneceram as divisas para a manutenção de um alto volume de reservas internacionais que constituía um mecanismo preventivo em caso de mudanças no contexto internacional.

De acordo com Bastian (2011), o caminho trilhado pelo governo era menos uma questão de escolha e mais o resultado da falta de opção. Os superávits em conta corrente, fiscais e comerciais eram necessários em um contexto de falta de financiamento externo por conta da moratória da dívida.

Para alguns autores, o modelo político e econômico adotado na Argentina após a o fim da conversibilidade poderia ser classificado como novo-desenvolvimentismo. Segundo Cunha e Ferrari (2009), a estratégia argentina mesclava políticas de cunho ortodoxo com políticas de cunho heterodoxo que podem ser exemplificadas, de um lado, pela disciplina fiscal, e de outro, pela preservação das taxas de juros em um patamar baixo visando estimular o investimento e o crédito. Por novo desenvolvimentismo pode-se entender que:

“Não se trata de um retorno puro e simples ao nacional-desenvolvimentismo do pós-guerra, especialmente no que se refere ao papel do Estado como produtor de bens e serviços e fonte exclusiva de estímulos creditícios e fiscais, num ambiente marcado por um menor grau de abertura econômica. O desafio posto é o de combinar crescimento com equidade social levando-se em conta os processos mais gerais de globalização e de rigidez das relações de poder na esfera internacional”. (CUNHA; FERRARI, 2009: 5)

### ***III. 2 – O Desempenho Macroeconômico entre 2002 e 2005***

Após o fim da paridade fixa entre o peso e o dólar, em um primeiro momento, foi adotado um regime dual de câmbio a fim de evitar uma transição radical para o regime de câmbio flutuante.

De acordo com Frenkel e Rapetti (2008), em uma fase de muita instabilidade e desconfiança, a escolha por esse esquema tinha como objetivos estancar a saída de capitais e estabilizar a taxa de câmbio, ao mesmo tempo, dava espaço para que os efeitos da desvalorização cambial fossem assimilados pelos preços internos. O regime de câmbio dual consistia na coexistência de uma taxa de câmbio fixa em 1,40 pesos por dólar que servia para

determinadas operações financeiras, e de uma taxa de câmbio com livre flutuação que valia para o restante das operações. (LAUAR e CUNHA, 2007)

Adicionalmente, o governo empregou outras medidas de forma a amenizar o impacto da desvalorização. Assim, converteu para pesos grande parte das dívidas denominadas em dólar a uma taxa de 1 para 1 entre as moedas, além disso, aumentou o prazo de maturidade de todos os depósitos bancários e aqueles que estavam em dólares foram convertidos para pesos aplicando uma taxa de 1,40 pesos por dólar, procedimento que ficou conhecido como pesificação. (FRENKEL e RAPETTI, 2008)

Devido a pressões do FMI, as taxas de câmbio foram unificadas e adotou-se o regime de câmbio flutuante antes do previsto. (LAUAR e CUNHA, 2007) Nesse período, diante da incerteza, os agentes perderam a confiança no peso como reserva de valor e passaram a ter uma preferência manifesta pelo dólar. O efeito sobre o mercado de câmbio se traduziu em uma escalada tanto da taxa de câmbio nominal quanto da taxa de câmbio real, que só se estabilizaram em julho de 2002. (FRENKEL e RAPETTI, 2008)

Para Frenkel e Rapetti (2008) está por traz desta normalização um maior controle e intervenção no mercado de câmbio, que foi facilitado pelo aumento do acúmulo de reservas por conta da liquidação no Banco Central das receitas de exportação que excedessem um milhão de dólares. Além disso, a própria melhoria nas condições do mercado financeiro também contribuiu, o aumento da taxa de juros doméstica<sup>41</sup> ajudou na reversão do efeito anterior de preferência pelo dólar, pois os ativos financeiros domésticos ficaram mais vantajosos. Rapoport (2010) complementa atribuindo responsabilidade também ao maior vigor do comércio exterior, que beneficiado pelo câmbio, foi uma importante fonte de divisas, ajudando a rever a tendência de desvalorização da taxa de câmbio.

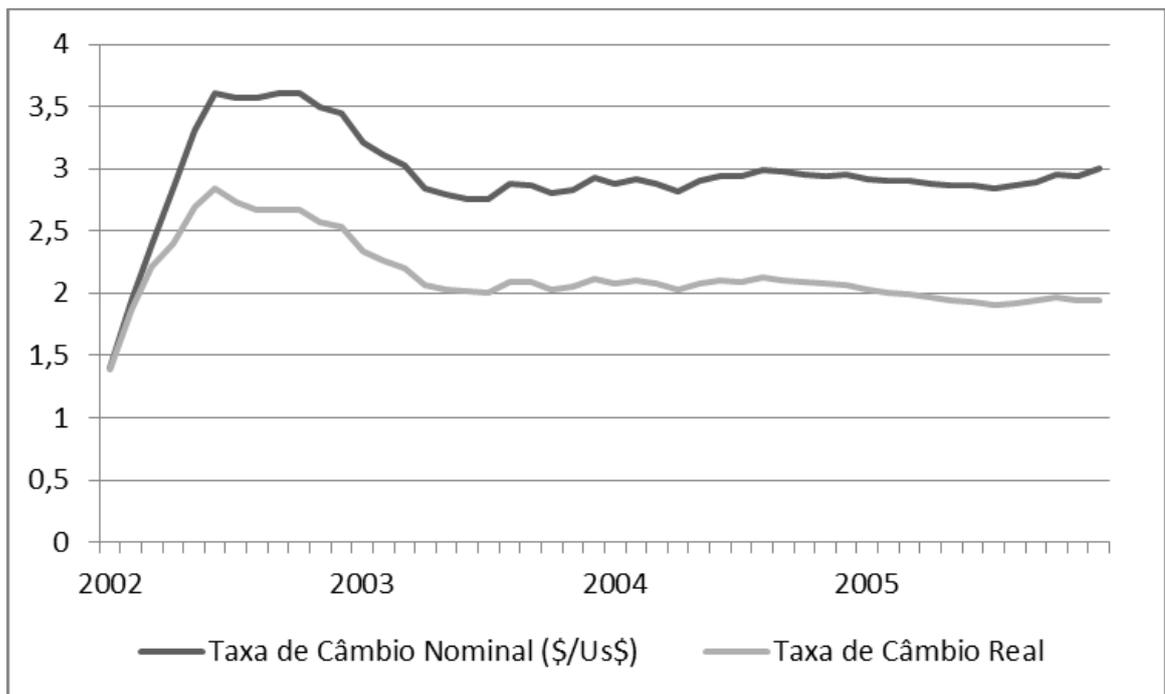
Como um plano provisório, por conta da indisponibilidade de financiamento externo, era necessário que a taxa de câmbio se mantivesse depreciada para que por meio das exportações se obtivesse divisas. No entanto, a taxa de câmbio competitiva se tornou um pilar fundamental da estratégia econômica do governo, uma vez que o câmbio alto conferia competitividade às exportações que por sua vez estimulavam o crescimento econômico. Após um período de tendência a depreciação que se estendeu até meados de 2003, a situação se

---

<sup>41</sup> No governo Kirchner a taxa de juros é mantida em níveis baixos com a finalidade de estimular o crédito. De acordo com Bustelo (2013), essa decisão também favorecerá os investimentos produtivos, uma vez que os investimentos financeiros ficam relativamente menos rentáveis.

inverte e a taxa de câmbio começa a se apreciar.

**Gráfico 12 - Taxa de Câmbio Real e Nominal, 2002 - 2005**



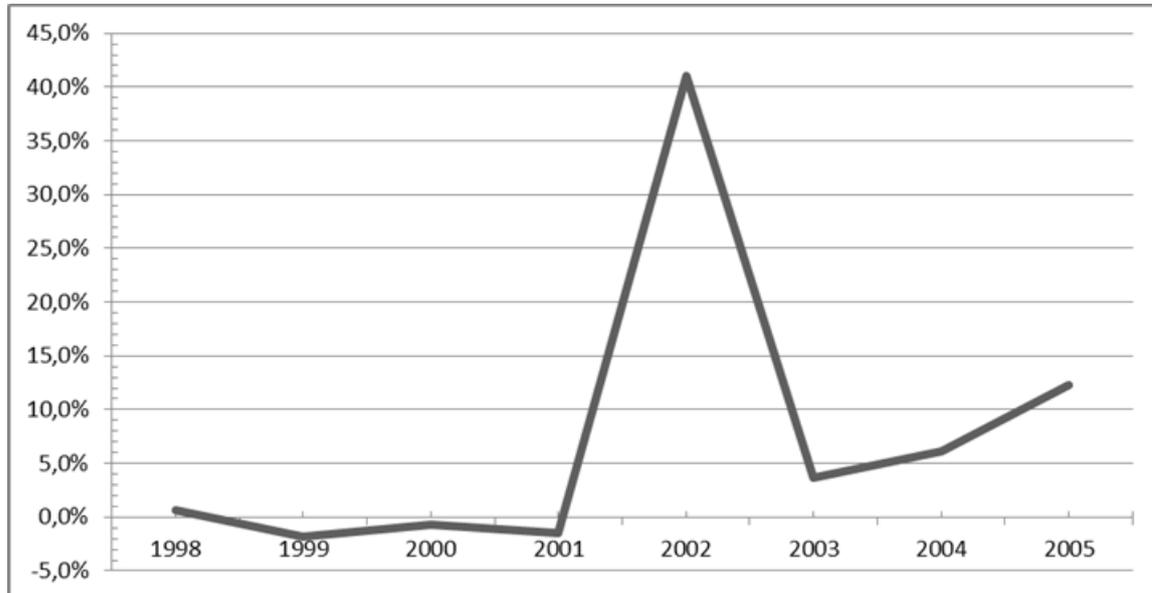
Fonte: INDEC. Elaboração própria.

Apesar de não declarar oficialmente nenhuma banda de flutuação para a taxa de câmbio, as intervenções do Banco Central se faziam de forma que a taxa flutuasse entre 2,8 e 3,1 pesos por dólar. Essas intervenções no mercado de câmbio para manter a taxa em um patamar competitivo tinham como contrapartida um efeito de expansão da base monetária. Operações de esterilização monetária foram aplicadas desde 2003 e intensificadas em 2004 e 2005, quando os capitais começaram a retornar para a Argentina. Devido à volta do fluxo, o governo adiciona mais um mecanismo de contenção da apreciação e inicia uma política de controle de capitais a partir de 2005. (FRENKEL e RAPETTI, 2008)

Como foi dito acima, a estratégia da taxa de câmbio competitiva demandava intervenções do governo por meio da compra de dólares o que incorria em expansão da oferta monetária. Dessa forma, a opção pela manutenção do câmbio alto ao mesmo tempo em que era interessante pelas implicações positivas sobre a exportação e o crescimento, se tornou um desafio para autoridades monetárias em termos de controle da inflação. Após o fim da conversibilidade, o governo não voltou atrás na decisão de independência do Banco Central e estabeleceu como meta prioritária do BC a manutenção de uma taxa de inflação baixa e

controlada. Para isso, o Banco Central argentino optou por não utilizar o regime de metas de inflação devido ao contexto instável em que vivia a economia na época. Como alternativa, decidiu pela divulgação de uma banda de expansão monetária no começo de cada ano, servindo como um mecanismo de orientação para os agentes em relação à inflação. Esse procedimento se iniciou em 2003. (FRENKEL e RAPETTI, 2008)

**Gráfico 13 - Inflação, 1998 - 2005**

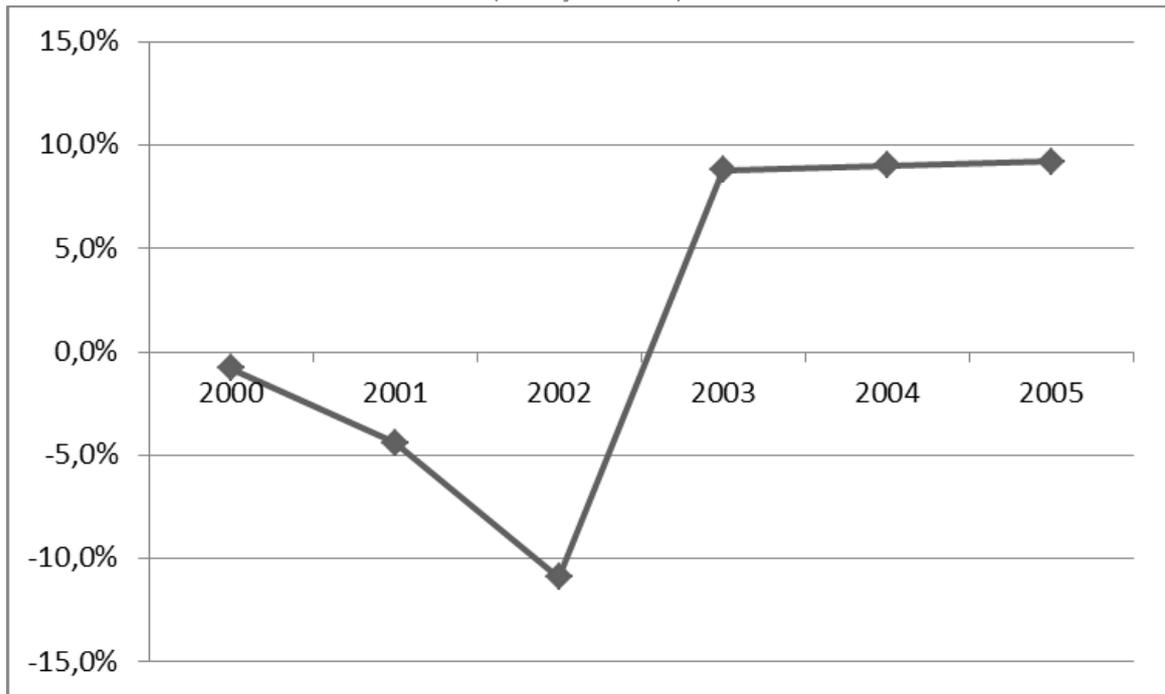


Fonte: INDEC. Elaboração própria.

Durante a crise, a Argentina apresenta simultaneamente recessão econômica e deflação. Com a desvalorização do câmbio, a inflação se eleva consistentemente em 2002, contudo, essa elevação não se sustenta e em dezembro de 2003 a taxa de inflação é de 3,7%. Como pode ser observado no gráfico, a inflação a partir de 2003 começa a apresentar uma trajetória ascendente e a pressão inflacionária começa a aumentar com o passar dos anos.

A manutenção do câmbio competitivo foi o ponto de partida para o ciclo expansivo da economia argentina na pós-conversibilidade. Com a mesma intensidade e rapidez em que a Argentina colapsou, ela se recuperou. Após uma queda abrupta do PIB, em 2002 o PIB apresenta uma recessão começa a ceder e a partir de 2003 o PIB apresenta um crescimento estável e virtuoso. A taxa de crescimento do produto em 2002 é de -11% aproximadamente, e rapidamente, já em 2003, a economia argentina apresenta uma expansão de 8,8%. A média de crescimento do período entre 2003 e 2005 foi de 9%.

**Gráfico 14 – PIB**  
(Variação Anual)



Fonte: INDEC. Elaboração própria.

As exportações tiveram um papel crucial para a ressuscitação da economia após a crise, na realidade, pode-se afirmar que as exportações consistiram na força motriz do retorno do crescimento. (RAPOPORT, 2010) Nesse período, as exportações eram impulsionadas pela maior competitividade-preço gerada pelo câmbio competitivo, e por um conjuntura externa extremamente favorável devido ao boom dos preços das commodities, associado ao crescimento da China e da Índia, e ao crescimento da economia mundial.

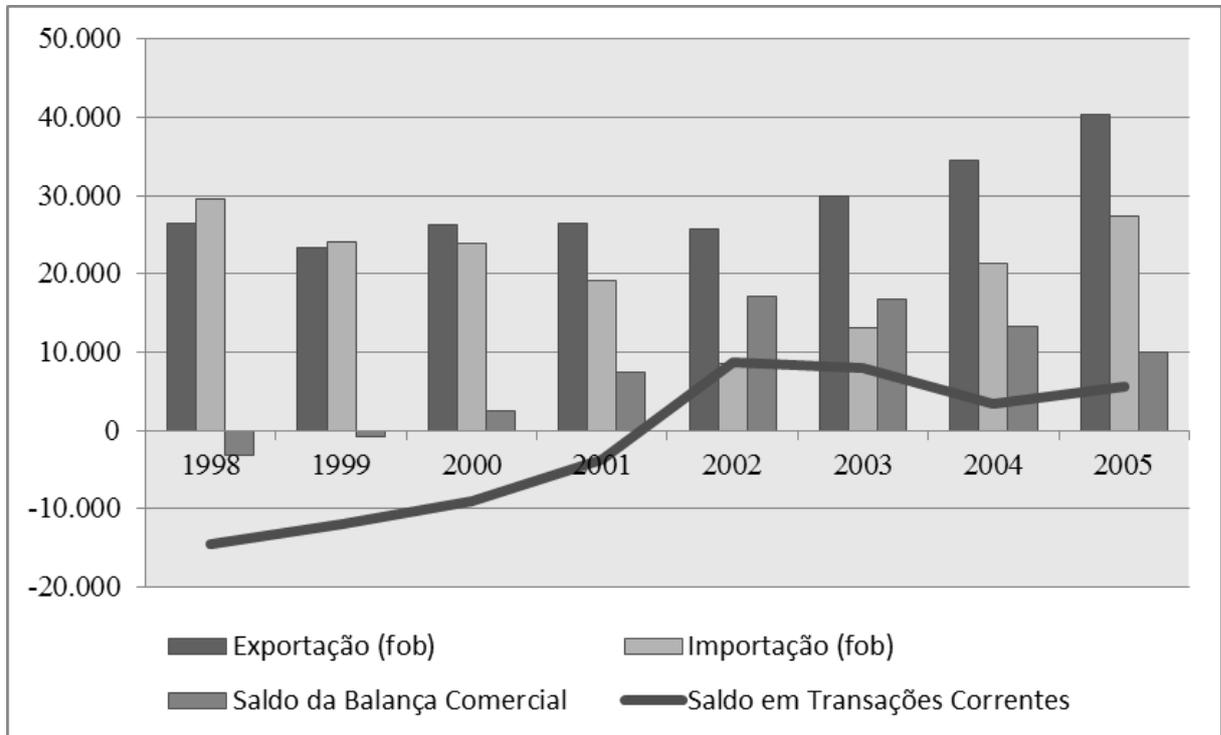
A importância relativa das importações reduziu em comparação com a década de 1990 em que a taxa de câmbio fixa em 1 para 1 com o dólar tornava os produtos importados baratos no mercado interno. Durante a crise, as importações são duplamente impactadas pela recessão e pela desvalorização da moeda. No entanto, com a expansão econômica as importações se recuperam.

Ao contrário dos resultados sistematicamente deficitários do período anterior, a balança comercial começa a apresentar superávits. Os primeiros saldos positivos são mais uma consequência da redução das importações do que do aumento das exportações. Conforme as exportações vão aumentando, o saldo da combinação dos dois desempenhos resulta em superávits cada vez maiores.

No entanto, como já foi dito acima, as importações começam a se reerguer em um momento posterior, ainda assim, a balança comercial continua apresentando superávit, só que menores.

**Gráfico 15 - Exportações, Importações, Saldo da Balança Comercial e Saldo em Transações Correntes, 1998 – 2005**

(em milhões de dólares)



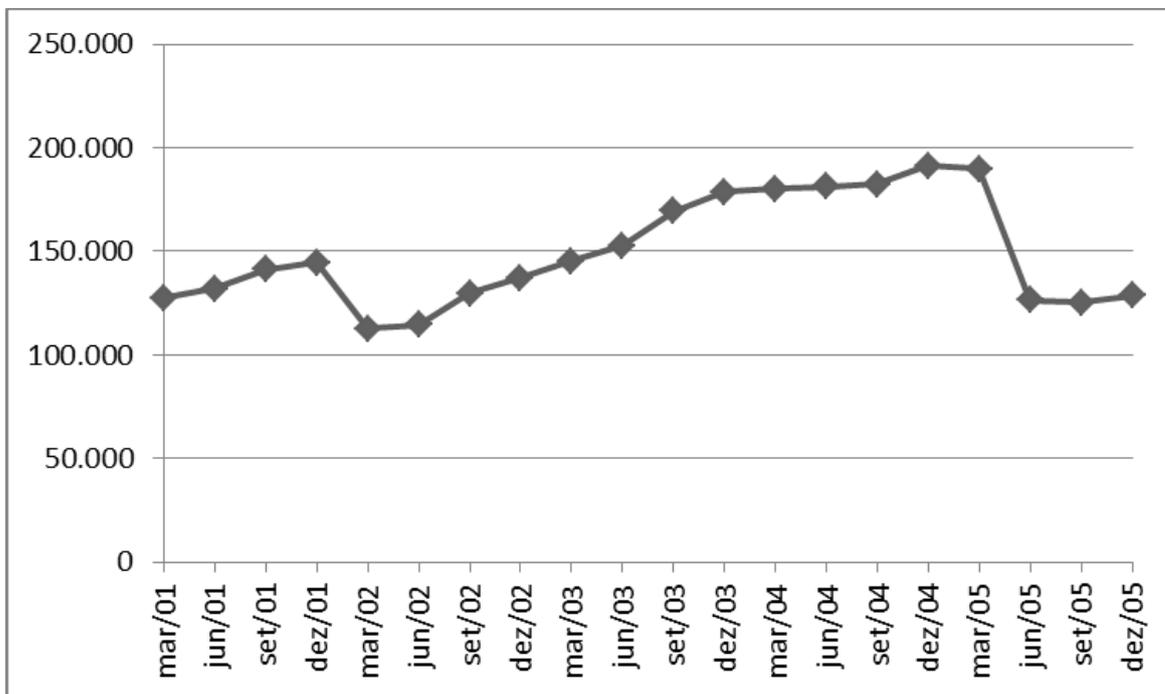
Fonte: INDEC. Elaboração própria.

A partir de 2002, o balanço em conta corrente também exibe saldos positivos, e o mesmo acontece com a conta capital depois de 2004. Esses superávits foram essenciais para a acumulação de reservas e para a realização da política de desendividamento na Argentina.

Procurando amortecer o impacto das desvalorizações sobre os bens salários e os preços, o governo taxou as exportações dos setores argentinos tradicionalmente competitivos, como o de produtos agrícolas e o de petróleo. (BASTIAN, 2011) Os recursos provenientes das retenções contribuíram significativamente para os superávits fiscais registrados no período. Os impostos sobre a produção e o consumo interno também foram fontes de receitas para as contas públicas. (BUSTELO, 2013) Dentre os gastos públicos, destacam-se o investimento em infraestrutura, os subsídios dados a alguns setores, como foi o caso dos transportes e dos combustíveis e as despesas relativas à política social. (RAPOPORT, 2010)

Importante destacar a redução da dívida pública que em 2002 correspondia a 153% do PIB. Durante o governo Kirchner, com Roberto Lavagna a frente do Ministério da Economia, houve um grande esforço para negociar a moratória da dívida e também para efetuar o pagamento aos organismos financeiros internacionais, sobretudo o FMI. O acordo firmado com os credores em 2005 foi um marco na trajetória de crescimento da dívida, além disso, reduziu o pagamento do serviço e dos juros da dívida pública contribuindo positivamente para o saldo fiscal. A redução relativa da dívida e o pagamento e rompimento com o FMI garantiram maior autonomia para o governo em termos de política econômica ao estabelecer uma forte restrição à intervenção dos credores externos e das instituições internacionais. (CONCEIÇÃO, 2013)

**Gráfico 16 - Dívida Pública**  
(em milhões de dólares)



Fonte: Secretaria de Finanzas - INDEC. Elaboração própria.

Ao longo da década 1990, o taxa de câmbio fixa e o modelo de crescimento baseado no endividamento fizeram com que as importações preponderassem sobre as exportações e que as contas públicas ficassem seriamente comprometidas por conta do avanço da dívida e do pagamento do serviço e dos juros relacionados à mesma. A recuperação da economia, a conjuntura internacional e o novo modelo de condução macroeconômica possibilitaram a

substituição dos déficits gêmeos da época anterior pelos superávits gêmeos (fiscal e em conta corrente) do período pós-conversibilidade.

Kirchner em sua posse expôs a sua posição quanto a condução fiscal ao afirmar que *“la sabia regla de no gastar más de lo que entra debe observarse (...) el país no puede continuar cubriendo déficit por la vía del endeudamiento”*. (KIRCHNER, 2003) Bastian (2001: 4) ressalta que “os argentinos possuíam menor raio de manobra na escolha do regime”, o que quer dizer que os superávits em conta corrente, fiscais e comerciais eram uma necessidade já que a Argentina estava à margem do mercado de capitais internacionais e o acesso ao financiamento externo estava dificultado devido ao *default*.

A atividade industrial foi a que mais se destacou em termos de dinamismo no período, diferentemente do que ocorreu durante a conversibilidade, que por conta da taxa de câmbio mais apreciada, a alteração nos preços relativos beneficiava o setor de serviços que figurou como uma importante atividade econômica de vigoroso crescimento.

De acordo com Rapoport (2010: 490), três fatores podem ser elencados como indutores da aceleração industrial:

*“(...) el nuevo conjunto de precios relativos que incentivó la sustitución de importaciones y promovió exportaciones industriales; la recomposición de la situación patrimonial de las empresas, resultante de la licuación de sus pasivos por la pesificación y de la reestructuración de sus deudas con el exterior y la fuerte recuperación del mercado interno”*.

Portanto, uma parcela dessa reativação industrial, que alguns autores entendem como uma reindustrialização se considerado a existência de um processo de desindustrialização nos anos 90, está relacionada ao desempenho das exportações. Sendo assim, puxados pelo crescimento das exportações e perante um ambiente mais estável e condições mais propícias para o desenvolvimento do ramo industrial, alguns setores industriais tiveram um papel crucial, esse foi o caso da agroindústria (produtos primários, agropecuária e hidrocarbonetos), que atuou como protagonista. Com os estímulos oferecidos pelo governo, o setor automobilístico foi de grande importância e favorecidos pelo aumento de preços internacionais, os produtores de *commodities* (siderurgia, alumínio primário, química básica, cimento) também concorreram para o crescimento da indústria. (BUSTELO 2013)

Cabe ressaltar que a soja desempenhou um papel de destaque nas exportações argentinas e consagrou o país como um dos maiores produtores do mundo. A exportação de

soja consistiu em uma grande fonte de divisas e a sua produção cresceu em um ritmo rápido, conforme os dados do INDEC, da safra de 1997/1998 para a de 2004/2005 a produção praticamente dobrou. (RAPOPORT, 2010)

**Tabela 12 - Exportações FOB por tipo de bem**  
(em milhões de dólares)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Produtos Primarios</b>	<b>5.346</b>	<b>6.052</b>	<b>5.272</b>	<b>6.471</b>	<b>6.850</b>	<b>7.916</b>
Cereais	2.419	2.448	2.127	2.307	2.691	2.813
Sementes e frutos oleginosos	1.017	1.401	1.288	1.996	1.830	2.437
Outros	1.910	2.203	1.857	2.168	2.330	2.666
<b>Manufaturas de Origem Agropecuária</b>	<b>7.864</b>	<b>7.460</b>	<b>8.138</b>	<b>10.004</b>	<b>11.954</b>	<b>13.173</b>
Carnes	791	365	576	736	1.231	1.648
Gorduras e óleos	1.678	1.637	2.087	2.834	3.156	3.294
Outros	5.394	5.459	5.475	6.435	7.568	8.230
<b>Manufaturas de Origen Industrial</b>	<b>8.230</b>	<b>8.306</b>	<b>7.601</b>	<b>8.047</b>	<b>9.550</b>	<b>11.935</b>
Produtos Químicos e Afins	1.387	1.432	1.344	1.560	2.016	2.306
Metais comuns e suas manufaturas	1.412	1.445	1.594	1.545	1.707	2.306
Outros	5.431	5.429	4.664	4.942	5.828	7.323
<b>Combustíveis e Energia</b>	<b>4.902</b>	<b>4.725</b>	<b>4.639</b>	<b>5.417</b>	<b>6.195</b>	<b>6.991</b>
Petróleo Bruto	2.809	2.363	2.231	2.296	2.302	2.514
Combustíveis	1.368	1.427	1.583	2.024	2.423	2.866
Outros	725	935	825	1.097	1.470	1.610
<b>TOTAL</b>	<b>26.341</b>	<b>26.543</b>	<b>25.651</b>	<b>29.939</b>	<b>34.550</b>	<b>40.013</b>

Fonte: INDEC. Elaboração própria.

Entretanto, a supremacia da soja expõe a economia argentina às mudanças nos preços internacionais desse produto. Katz (2010: 4-5) cita uma ocasião que ilustra bem o risco relacionado a especialização na produção de soja e faz uma comparação com experiências anteriores:

*“Lo ocurrido (...) con China es aleccionador de esta fragilidad. El gran cliente del país amenazó con recortar sus adquisiciones, si Argentina continúa resistiendo una mayor apertura a las manufacturas fabricadas en Asia. Este chantaje repite la presión librecambista que en el pasado imponía Gran Bretaña. Para hacer buena letra con un comprador de exportaciones básicas hay que demoler la industria nacional”.*

Alló, Kosacoff e Ramos (2007: 14) apontam que apesar do bom desempenho no período e do crescimento das manufaturas, nem a indústria e nem as exportações sofreram alterações consistentes na estrutura produtiva de forma a diversificar e orientar a produção para produtos tecnologicamente mais complexos. Segundo eles,

*“(...) la canasta exportadora argentina permanece concentrada en cerca del 85% en bienes primarios, combustibles y manufacturas de bajo contenido tecnológico intensivas en recursos naturales o escala; la diversificación hacia bienes de mayor contenido tecnológico alcanza, fundamentalmente, a la industria automotriz y química, en el marco de estrategias intrafirma a nivel regional, ya largamente consolidadas”.*

Alguns autores salientam que após a crise, havia um alto nível de capacidade ociosa o que explicaria a pujante expansão do setor industrial inicialmente, porém, mesmo com o crescimento apresentado posteriormente no período, não foi possível reverter o processo de degradação desse setor no passado. A atividade industrial não conseguiu retomar nesses anos a parcela perdida no processo de redução de sua participação no produto. Eles também destacam que a Argentina, assim como outros países da região, estabeleceu uma arriscada dependência em relação às exportações básicas.

A expansão da demanda interna, estimulada pela ampliação do consumo e do investimento, amparou significativamente o crescimento econômico após 2002. Assim sendo, os setores produtivos ligados ao mercado interno também foram dinamizados. A expansão desses setores contribuiu profundamente para o crescimento do mercado de trabalho, pois estes se caracterizam pela utilização intensiva do fator trabalho. Como exemplos tem-se a indústria têxtil, de calçados, a produção de vidros, de maquinário agrícola e de eletrodomésticos. (BUSTELO 2013)

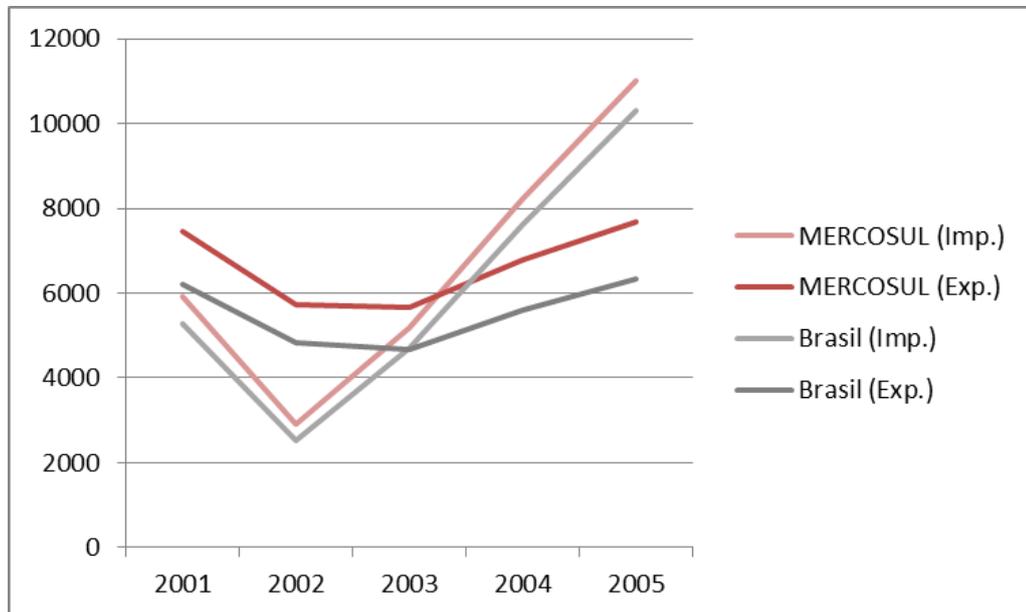
Quanto à presença de empresas no país, observa-se que o processo de estrangeirização aprofundado ao longo da década de 1990 deu continuidade no século XXI. A ampliação desse fenômeno se deu principalmente pela compra de maior participação acionária ou pela aquisição de empresas grandes locais que exerciam um papel relevante tanto no mercado externo quanto no mercado doméstico. O Brasil atuou como um grande player nesse processo, contando com o estímulo do BNDES na expansão da presença das empresas brasileiras internacionalmente. (BUSTELO,2013)

A política externa do governo Kirchner apostava em um estreitamento dos laços da Argentina com os seus vizinhos sul americanos. Essa intenção de integração regional era compartilhada por outros países da América do Sul, inclusive o Brasil. Na década de 1990, os países do MERCOSUL tiveram grande importância para o comércio exterior da Argentina. Nos primeiros anos do novo século, O MERCOSUL continuou a ser importante comercialmente, e o Brasil ainda era o principal parceiro dentro do bloco. Porém, nem tudo foram flores nas relações entre os dois vizinhos. A relação entre o Brasil e Argentina foi por

vezes bastante conflitiva devido a questões comerciais, principalmente quando começaram a surgir déficits em transações com o Brasil.

**Gráfico 17 - Comércio com o MERCOSUL e o Brasil**

(em milhões de dólares)



Fonte: INDEC. Elaboração própria.

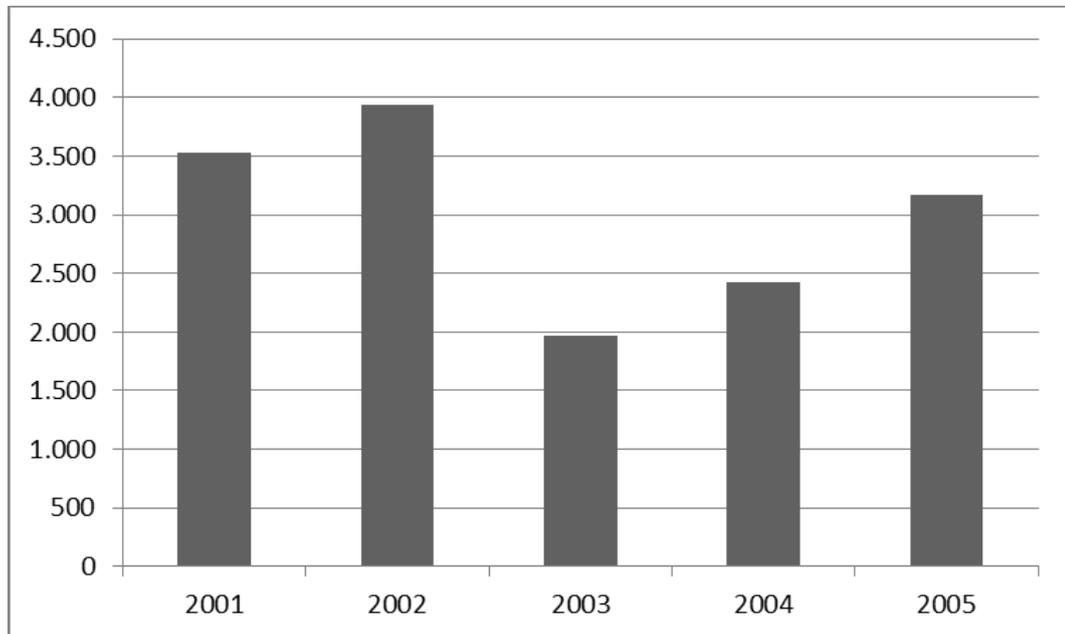
No que diz respeito ao investimento proveniente do exterior, o investimento estrangeiro direto entre 2002 e 2005 teve uma importância menor no desenvolvimento econômico argentino comparativamente a década anterior, assim como, possuía um perfil distinto do apresentado nos anos 90.

Na década de 1990, as políticas do governo alinhadas com a agenda neoliberal, promoveram na Argentina uma maior abertura financeira e desregularização, além de desenvolver um processo amplo de privatizações. Sob essas condições, o IED entrou no país em quantidades vultosas com a intenção de adquirir empresas e participações acionárias.

Com a grave crise vivenciada na Argentina, não só o volume, como também, a finalidade do IED mudaram substancialmente. Devido à crise, a princípio, o fluxo de IED diminuiu consideravelmente, e os que entravam eram aportes de capital direcionados ao cancelamento da dívida (capitalização) e à reestruturação dos passivos, que foram extremamente deteriorados com a desvalorização já que as empresas possuíam um alto índice

de dívidas em moeda estrangeira. Posteriormente, com o retorno do crescimento e com o dinamismo do setor de bens comercializáveis, após 2004, o IED vislumbra uma recuperação, mas não retorna aos antigos patamares. Entre 2002 e 2005, o IED foi superior a 2% do PIB. (BEZCHINSKY et al., 2007)

**Gráfico 18 - Aportes de IED do Setor Privado Não Financeiro**  
(em milhões de dólares)



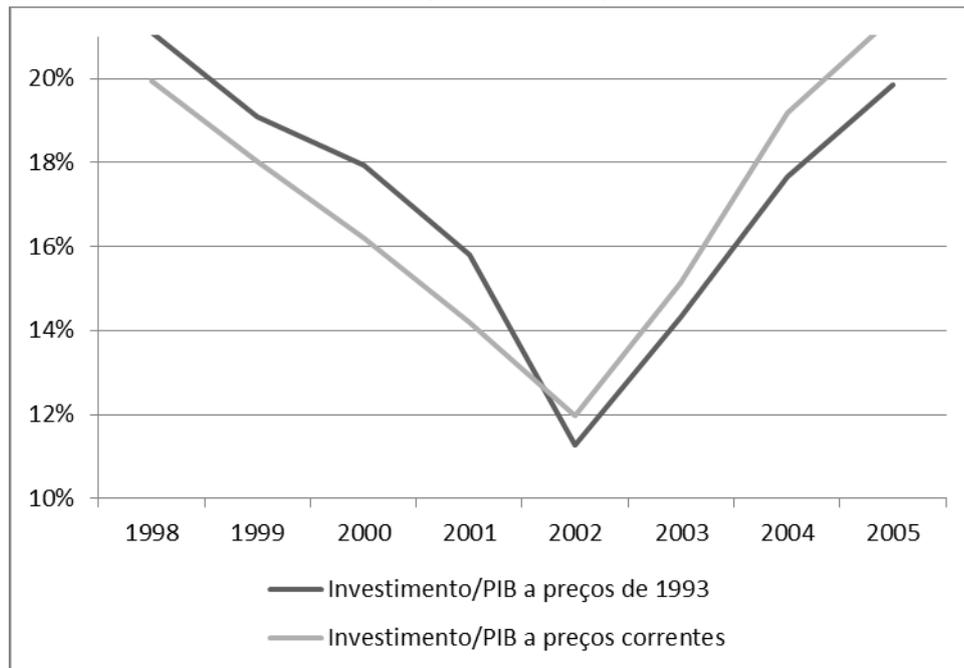
Fonte: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC. Elaboração própria.

Além das exportações, a demanda interna impulsionada pelo aumento do consumo e do investimento também foi fundamental para a impressionante recuperação econômica da Argentina. A expansão do mercado de trabalho e a evolução dos salários reais são um dos fatores associados ao crescimento do consumo. Para a alavancagem do investimento contribuíram o aumento do crédito para o capital de giro, o regresso dos capitais após uns anos e o reinvestimento dos lucros decorrentes de uma melhor rentabilidade dos negócios. (AMICO, 2008)

Tal qual o PIB, o investimento sofreu uma queda profunda em um curto período de tempo, mas se recuperou tão intensa e rapidamente quanto colapsou. Como pode se aferir pelo gráfico 19, em 2005, três anos após o menor registro, a taxa de investimento a preços constantes praticamente retorna ao patamar de 1998.

No auge da crise da argentina, a economia funcionava muito aquém do pleno emprego, em janeiro de 2002, se utilizava apenas 48,2% da capacidade instalada. Portanto, havia muito espaço para expansão produtiva sem que fosse necessário aumentar a capacidade, sendo assim, na primeira fase a recuperação do investimento está ligada a utilização da capacidade ociosa. Após 2004, a porcentagem de utilização se estabiliza em um intervalo entre 70% a 74%, essas porcentagens valem para a média da indústria posto que os setores não apresentaram um processo uniforme. (AMICO, 2008)

**Gráfico 19 – Investimento**  
(em % do PIB)



Fonte: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales - INDEC. Elaboração própria.

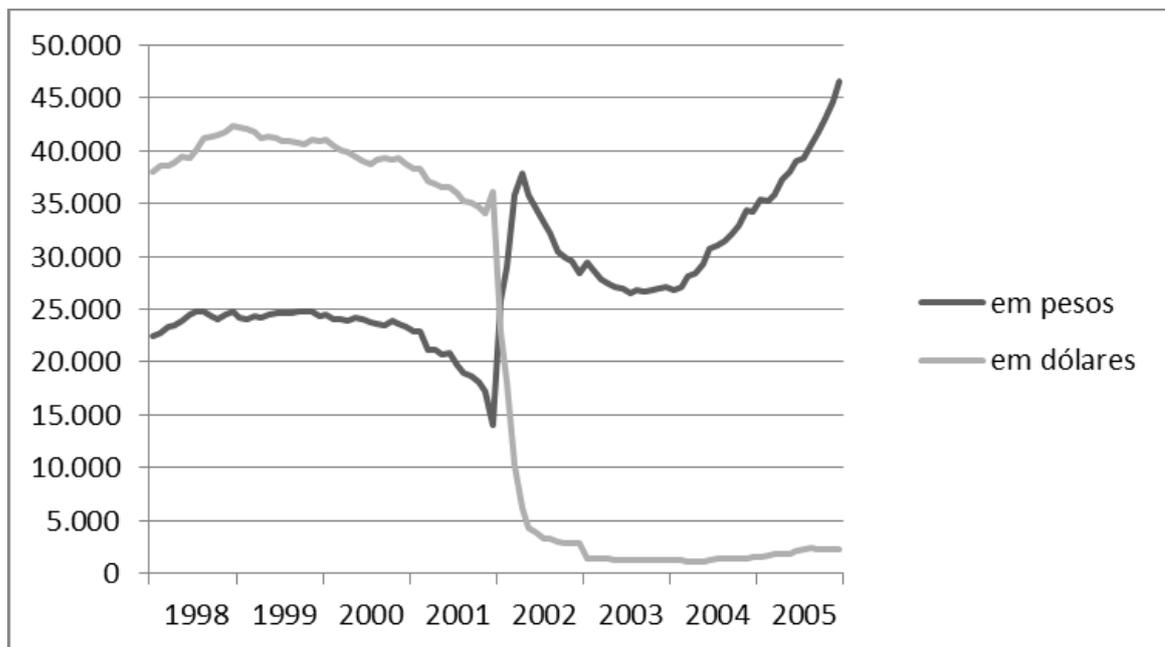
Os investimentos públicos no governo Kirchner estavam direcionados para melhorias na infraestrutura, como exemplo tem-se o aumento da oferta energética para atender a demanda em expansão e a construção de rodovias. O setor agropecuário realizou grandes investimentos produtivos que se traduziram em uma modernização tecnológica. Já o setor industrial foi mais módico em seus investimentos, realizando-os de forma incremental, de acordo com o desempenho da demanda. (CETRÁNGOLO; HEYMANN e RAMOS, 2007)

De maneira completamente oposta ao que ocorreu nas fases expansivas do período da conversibilidade, o investimento contou com financiamento proveniente da poupança nacional e não da poupança externa. Centrángolo, Heymann e Ramos (2007: 55) afirmam que

*“en las condiciones de la Argentina, con una experiencia de recurrentes episodios de crisis del financiamiento externo, y un colapso reciente, la utilización principal de recursos propios parece una cuestión de prudencia (...)”.*

A desvalorização cambial afetou imensamente o sistema bancário. A progressiva dolarização dos passivos dos seus clientes ao longo do período da conversibilidade deixou os bancos expostos a um elevado risco cambial. A crise gerou um grande problema de financiamento na Argentina, pois ao mesmo tempo em o crédito externo ficou mais caro e mais escasso devido a perda de confiança do mercado em consequência da moratória, a oferta de crédito doméstica desmoronou a partir de 2002. As operações de crédito em moeda estrangeira para o setor privado não financeiro são reduzidas a um nível ínfimo, a reação gradual do crédito é resultante do aumento dos empréstimos em peso. A oferta total de crédito para o setor privado não financeiro até 2005 não retorna ao patamar em que estava antes de 2002.

**Gráfico 20 - Empréstimos ao Setor Privado Não Financeiro**  
(em milhões de pesos)



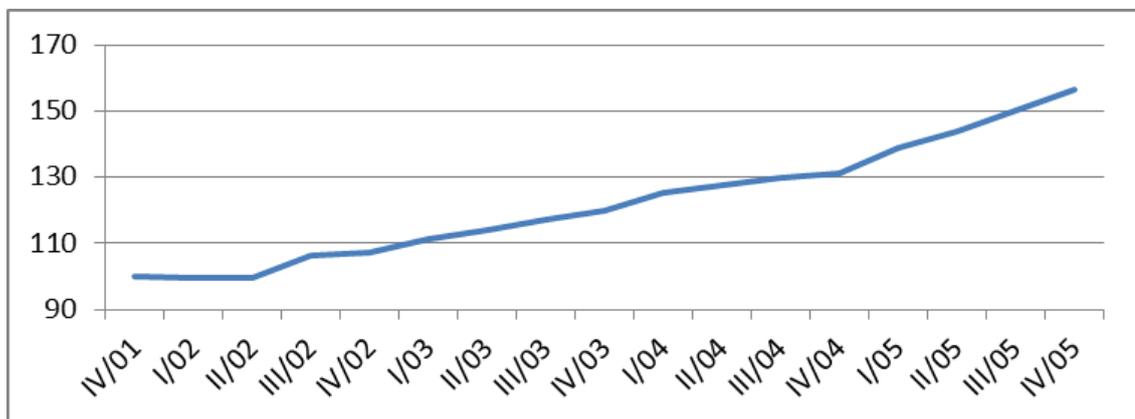
Fonte: INDEC. Elaboração própria.

A geração de emprego e a melhoria do contexto social eram metas prioritárias no governo Kirchner. Os anos 90 deixaram como herança um quadro social severamente degradado que foi agravado com a crise. No início dos anos 2000 a sociedade argentina convivia com a piora significativa da distribuição de renda, com o alto nível de desemprego,

baixos salários reais e uma pobreza crescente. Em maio de 2002, a taxa de desemprego atingiu o seu pico em 21,5%.

A expansão da atividade econômica significou um aumento expressivo na criação de postos de trabalho, reduzindo gradativamente a taxa de desemprego. Visto que havia uma grande capacidade ociosa, a elasticidade emprego-produto foi alta. No entanto, segundo Bastian (2011), em um primeiro momento, o salário nominal não foi aumentado, o que provocou uma queda nos salários reais. Assim que saiu da crise, a economia argentina estava longe do pleno emprego e exibia taxas de emprego elevadas. Essa conjuntura permitiu que a desvalorização cambial não resultasse em ajustes salariais. Conforme a economia foi reagindo e os postos de trabalho foram sendo ocupados, os trabalhadores começaram a pressionar por salários mais altos o que se expressa na trajetória ascendente dos salários principalmente a partir de 2003, conforme mostra o gráfico 21.

**Gráfico 21 - Índice de Salários**  
(IV/2001 = 100)



Fonte: Encuesta Permanente de Hogares. – INDEC. Elaboração própria.

**Tabela 13 - Taxa de Desemprego, 1998 – 2005**

1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
12,8%	14,1%	15,0%	18,3%	17,9%	16,1%	12,6%	10,6%

Fonte: Banco Mundial. Elaboração própria.

A evolução da situação social, com aumento dos salários, do emprego e da renda, se expressa positivamente sobre a desigualdade social, que após ser aprofundada com a crise, em

2004 começa reduzir. Os índices de pobreza e indigência também diminuem. Apesar de haver avanços na área social, estes não foram suficientes para que a Argentina retornasse a homogeneidade e a alta qualidade de vida que apresentava nas primeiras décadas do século XX.

**Tabela 14 - Pobreza e Indigência**

(em % de pessoas)

	2003		2004		2005	
	1º Semestre	2º Semestre	1º Semestre	2º Semestre	1º Semestre	2º Semestre
<b>Indigência</b>	27,7%	20,5%	17,0%	15,0%	13,8%	12,2%
<b>Pobreza</b>	54,0%	47,8%	44,3%	40,2%	38,9%	33,8%

Fonte: INDEC. Elaboração própria.

Em suma, após a saída da conversibilidade, a Argentina passa do caos para a recuperação em poucos anos. Em 2002, a economia apesar de estar ainda cambaleando começa a se reedificar. Entre 2003 e 2005, o PIB cresce a taxas superiores a 8% e o investimento fica perto de retornar para o seu maior patamar antes da crise. A estratégia de manutenção de uma taxa de câmbio real e competitiva conferiu competitividade às exportações argentinas, que foram estimuladas mais ainda pelo aumento do preço das *commodities* e pela expansão da demanda mundial. O consumo, estimulado pelo aumento dos salários e do emprego, também registra crescimento e uma das fontes do dinamismo econômico. A poupança interna passa a sustentar a expansão nos investimentos, um papel que era representado pela poupança externa antes da crise. Os indicadores sociais melhoram: desigualdade, pobreza e indigência diminuem.

Todos esses avanços ocorrem com o crédito doméstico e externo extremamente restringidos, com o fluxo de IED reduzido, comparativamente com os anos 90, e com um fluxo de capitais que só retornou em 2004.

## CONCLUSÃO

Não há uma opinião unânime quanto a causa ou as causas da crise. Por exemplo, alguns autores atribuem a responsabilidade ao aumento persistente da dívida pública e à indisciplina fiscal, outros vêm na inflexibilidade da taxa de câmbio a explicação. No entanto, Calvo e Talvi (2005), acreditam que a crise russa foi responsável pela interrupção no fluxo de capitais para a Argentina e devido à alta dolarização dos passivos e à reduzida abertura comercial, o choque foi amplificado.

De fato, na década de 90, sobretudo até 1998, foi possível superar problemas crônicos da década anterior, como o baixo crescimento e a alta inflação. Entretanto, ao longo do período, em decorrência do dólar baixo e das reformas do governo, a Argentina foi ficando cada vez mais dependente do capital estrangeiro. Com um alto nível de dívidas e depósitos denominados em dólar, a desvalorização foi fatal para a solvência do sistema.

Episódios de interrupção no fluxo de capitais seguidos de crises agudas caracterizadas por uma grande queda do PIB, chamados de 3S (*Systemic Sudden Stop*), foram recorrentes nas últimas duas décadas nos países de economia emergente. Conforme mencionado, a crise argentina de 2001 é um desses casos, sendo os resultados do comportamento de algumas variáveis para a amostra dos colapsos 3S apresentados no primeiro capítulo, observados nos dados apresentados no último.

Pode-se concluir pela análise do desempenho econômico durante a crise e na recuperação, que a crise de 2001 consistiu em um “milagre”. A trajetória do PIB desde o seu colapso até a recuperação se dá no formato em V, ou seja, há uma redução violenta do produto (em dois anos a taxa de crescimento do PIB passa de -0,8% para -10,9%) e logo após, no intervalo de um ano, o PIB começa a apresentar um crescimento bastante dinâmico. Em 2003, a taxa de crescimento da economia é de 8,8% e esse ritmo expansivo é mantido nos anos seguintes. Cabe ressaltar que o tempo de reversão é inferior a média da amostra do estudo de Calvo, Izquierdo e Talvi (2006) dos episódios 3S, em que a recuperação ocorre após dois anos do registro do menor nível de produto.

A crise russa em 1998 representa uma interrupção no intenso fluxo de capitais que seguia para a Argentina nos anos 90. O agravamento da situação da economia nos anos posteriores, que culmina no abandono da conversibilidade e na moratória da dívida, gera um

forte impacto negativo sobre o crédito doméstico e externo, que demoram a se regenerar. Portanto, pode-se dizer que o “milagre argentino” é um “milagre da Fênix”.

O investimento é outra variável comprometida na crise, mas somente após três anos do seu pior registro, ele retorna a um patamar próximo ao de 1998, o maior antes da queda. Sendo assim, a recuperação do investimento argentino é ainda mais rápida e robusta do que a média dos colapsos 3S. De forma antagônica ao verificado na década de 1990, o investimento passa a ser coberto pela poupança nacional e não mais pelo endividamento externo.

Também é característico dos colapsos 3S o aumento da inflação e a redução dos salários reais entre a queda e a recuperação. Esses comportamentos foram confirmados na análise empírica. Após um período de deflação, a economia volta a apresentar uma alta taxa de inflação em 2002, que apesar de se reduzir bastante no ano seguinte, passa a ter uma trajetória ascendente. Os salários reais, que já estavam baixos na década de 1990, com a desvalorização, permaneceram deprimidos. No entanto, a partir de 2003, com a economia já restabelecida, começam a crescer, e combinados com a redução do desemprego geram estímulos sobre o consumo.

Um dos resultados mais importantes do governo Kirchner é a melhoria da situação social, que se verifica no crescimento do emprego e na redução da desigualdade e da pobreza. A gestão governamental foi um fracasso nesse aspecto na década de 90.

O crescimento robusto e acelerado que ocorre na fase de recuperação da crise muito tem a ver com a estratégia do governo de manter a taxa de câmbio real em um nível competitivo, estimulando as exportações e a indústria que desempenharam um papel muito importante na reativação da economia.

Uma característica distintiva do período pós-conversibilidade em relação ao anterior, é a ocorrência de superávits gêmeos que consiste na coexistência de superávit fiscal com superávit em conta corrente. Essa condição foi importante diante da dificuldade de financiamento após a crise.

A crise argentina do início do século XXI foi a pior da sua história recente. Muitos foram os pessimistas que apostavam que o futuro econômico ia ser ladeira abaixo. Além disso, muitos disseram que a política do dólar alto ia elevar a taxa de câmbio e a inflação a níveis astronômicos, ou que a recuperação não se sustentaria por muito tempo.

O fato é que a recuperação da Argentina de sua crise mais avassaladora foi surpreendente, e está por trás desse desempenho a taxa de câmbio competitiva, o aumento da demanda agregada (consumo e investimento) e o dinamismo das exportações, além de um contexto internacional muito favorável de crescimento da economia mundial.

## Referências Bibliográficas

ALLEN, M. **Some Lessons from the Argentine Crisis: A Fund Staff View**. In: *The Crisis that Was Not Prevented*, Fondad, janeiro, 2003.

AMICO, Fábian. **Argentina: diferencias entre el actual modelo de dólar alto y la convertibilidad**. *Investigación Económica*, v. LXVII, nº 264, pp: 63 – 93, 2008.

ANLLÓ, Guillermo; KOSACOFF, Bernardo; RAMOS, Adrián. **Crisis, Recuperación y nuevos dilemas. La economía argentina 2002 – 2007**.

AVERBUG, Marcello. **Argentina: O Plano de Conversibilidade (1991 – 2001)**. In: Modenesi, André de Melo. *Regimes monetários: Teoria e Experiência do Real*, Rio de Janeiro, 2005.

BANCO MUNDIAL. [www.data.worldbank.org](http://www.data.worldbank.org) Acesso em 25/08/2014

BASTIAN, Eduardo F. **Objetivos, Desempenho e Desafios dos Regimes Macroeconômicos de Argentina e Brasil**. IV Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira. Campinas: UNUCAMP, 2011.

BEZCHINSKY, Gabriel; DINENZON, Marcelo; GIUSSANI, Luis; CAINO, Omar; LÓPEZ, Beatriz; AMIEL, Silvia. **Inversión Extranjera Directa en la Argentina. Crisis, restructuración y nuevas tendencias después de la convertibilidad**. In: Kosacoff, Bernardo (ed.). *Crisis, Recuperación y nuevos dilemas. La economía argentina 2002 – 2007*. Buenos Aires: CEPAL, 2007.

BIRDSALL, Nancy. **What went wrong in Argentina?** Conferência “Argentina: Weighing the Options”. Center for Strategic & International Studies, Washington, janeiro, 2002.

BUSTELO, Santiago. **Desenvolvimento na América Latina: o desempenho recente da Argentina (2002-2008)**. Ponto de Vista, nº 1 , jan/2013

CALVO, Guillermo; IZQUIERDO, Alejandro; TALVI, Ernesto. **Sudden Stops, the Real Exchange Rate, and Fiscal Sustainability: Argentina’s Lessons**. NBER Working Paper, Massachusetts, nº. 12101, julho, 2003.

CALVO, Guillermo; IZQUIERDO, Alejandro; TALVI, Ernesto. **Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit from Systemic Financial Crises**. NBER Working Paper, Massachusetts, nº. 12101, março, 2006.

CALVO, Guillermo; IZQUIERDO, Alejandro; LOO-KUNG, Rudy. **Relative Price Volatility Under Sudden Stops: The Relevance of Balance Sheet Effects**. NBER Working Paper, Massachusetts, nº.11492, julho, 2005.

CALVO, Guillermo; TALVI, Ernesto. **Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile**. NBER Working Paper, Massachusetts, nº. 11153, fevereiro, 2005.

CENTRÁNGOLO, Oscar; HEYMANN, Daniel; RAMOS, Adrián. **Macroeconomía en recuperación: la Argentina post-crisis**. In: Kosacoff, Bernardo (ed.). Crisis, Recuperación y nuevos dilemas. La economía argentina 2002 – 2007. Buenos Aires: CEPAL, 2007.

CONCEIÇÃO, Bruno Negreiros. **A política econômica e o desenvolvimento argentino pós 2002: uma agenda de economia política internacional**. 100 f. Dissertação (Mestrado em Economia Política Internacional). Instituto de Economia, UFRJ, Rio de Janeiro, 2013.

CUNHA, André Moreira; FERRARI, Andrés. **As origens da crise argentina: uma sugestão de interpretação**. Anais do XXXIII Encontro Nacional de Economia – ANPEC, Natal, dezembro, 2005.

\_\_\_\_\_. **A Argentina depois da conversibilidade: um caso de novo-desenvolvimentismo?** Revista de Economia Política, v. 29, nº1, pp: 3 – 23, jan/mar 2009.

DAMILL, Mario; FRENKEL, Roberto; RAPETTI, Martín. **La deuda argentina: Historia, default y reestructuración**. CEDES, Buenos Aires, abril, 2005.

DUJOVNE, Nicolás; GUIDOTTI, Pablo. **El sistema financiero argentino y su regulación prudencial**. In: *Crecimiento y equidad en la Argentina. Bases de una política económica para la década*. Buenos Aires, 2001.

FANELLI, J. **Crecimiento, Inestabilidad y Crisis de la Convertibilidad en Argentina**. Revista de la Cepal 77, pp:25-45, 2002.

FRENKEL, Roberto; RAPETTI, Martín. **Five years of competitive and stable real exchange rate in Argentina, 2002-2007**. Internacional Review of Applied Economics, vol.2, nº2, pp: 215-226, março, 2008

FMI. **How does the IMF lend?, a factsheet**. Abril, 2003.

FMI. **Informe sobre la evaluación del papel del FMI en la Argentina, 1991 – 2001**. Junho, 2004.

HEYMANN, Daniel. **Políticas de reforma y comportamiento macroeconómico: La Argentina en los Noventa**. Serie Reformas Económicas, CEPAL, Buenos Aires, nº61, maio, 2000.

INDEC. [www.indec.gov.ar](http://www.indec.gov.ar) Acesso em 12/08/2014

KATZ, Claudio. **Los nuevos desequilibrios de la economía argentina**. Anuário EDI, nº 5, Buenos Aires, setembro, 2010.

KIRCHNER, Néstor. Discurso de Posse, 25 de maio de 2003, Buenos Aires. Disponível em [www.presidencia.gov.ar/discursos-2007/22774](http://www.presidencia.gov.ar/discursos-2007/22774) Acesso em 29/08/2014

KOSACOFF, Bernardo. **Marchas e contramarchas de la industria argentina (1998 – 2008)**. CEPAL, Buenos Aires, abril, 2010.

KULFAS, Matías; PORTA, Fernando; RAMOS, Adrián. **Inversión extranjera y empresas transnacionales en la economía argentina**. Serie Estudios Perspectivas, CEPAL, Buenos Aires, setembro, 2002.

LAUAR, Vinícius Gontejo; CUNHA, Patrícia Helena. **A recuperação da Economia Argentina: origens, dinâmica e desafios.** São Paulo, 2007.

MECON. **Evolución reciente de la economía argentina e perspectivas de sostenibilidad: un enfoque comparado.** Analisis IV, setembro, 2005.

MECON. **Lineamientos Estratégicos para el Desarrollo Productivo de la Argentina.** Buenos Aires: Ministério da Economia, 2007

NEUTZLING, João. **Argentina: Crise e ressurreição.** Revista Análise, Porto Alegre, v.19, nº 1, p 4-27, jan/jun, 2008.

O'CONNEL, ARTURO. **The Recent Crisis of the Argentine Economy: Some Elements and Background.** METU Conference, Ankara, setembro, 2002.

RAPOPORT, Mario. **Las políticas económicas de la Argentina. Una breve historia.** 1ª ed. Buenos Aires, Booket, 2010.

SÁBATO, J. **La clase dominante en la Argentina moderna.** Argentina, Imago Mundi, 1991.

TANZI, V. **Fiscal Federalism and Decentralization: A Review of Some Efficiency and Macroeconomic Aspects.** Annual World Bank Conference on Development Economics, 1995, Banco Mundial, Washington , 1995.

THORP, P. **Progress, poverty and exclusion: an economic history of Latin America in the 20th century.** Washington, DC: Interamerican Development Bank, 1998.

VALLE-FLOR, Maria Amélia. **A crise argentina. Cooperação e conflitos nas reformas econômicas: o governo e o FMI.** CESA, Lisboa, 2005

WEISBROT, Mark; BAKER, Dean. **What Happened to Argentina?.** Center for Economic and Policy Research, janeiro, 2002.