

# **A Recuperação da Economia Argentina: origens, dinâmica e desafios**

Vinícius Gontijo Lauer (PUCSP e Fundação Santo André)<sup>1</sup> e Patrícia Helena Cunha (PUCSP)<sup>2</sup>

## **Resumo**

A economia Argentina passou pela maior crise econômica de sua história em 2001, quando o PIB caiu 11% e decretou-se a moratória. Surpreendentemente, no ano seguinte a trajetória econômica apresentou uma inflexão com um crescimento médio anual ininterrupto de 8,5% até o início de 2007. O objetivo deste trabalho é discutir a Argentina pós-conversibilidade, com especial atenção para os aspectos que explicam sua recuperação, sua dinâmica e os principais desafios que estão colocados. Verifica-se que a ruptura com o modelo da conversibilidade foi fundamental para a volta das taxas de crescimento. Identificam-se três períodos distintos desde a deflagração da crise. Diferentes hipóteses para a crise e a recuperação são apresentadas. Apesar das possíveis dificuldades quanto à futura solvência da dívida futura e à coordenação da política monetária e cambial, as fontes de instabilidade macroeconômica que historicamente limitaram o crescimento argentino não são encontradas na economia no período recente.

**Palavras-chave:** Economia Argentina, crise e recuperação, moratória

## **Abstract**

The Argentine economy experienced the greatest economic crisis from its history in 2001 when the GDP fell 11% and it was announced the moratorium. Surprisingly, in the following year the economic path showed an inflection with the beginning of an interrupt increase in the average annual growth rates of 8.5% until the beginning of 2007. This paper aims to discuss Argentina after the end of convertibility; particular emphasis is given to the factors that explained the recovery, its dynamics and the challenges that it faces. The break with the convertibility model was fundamental for the return of positive growth rates. Three distinct phases are identified since the beginning of the crisis. Different hypothesis for the crisis and the recovery are presented. Although, it might be difficult to guarantee the debt future solvency and the coordination of monetary and exchange rate policy, the factors behind the macroeconomic instability that historically constrained the Argentine growth rates are not found in the economy recently.

**Key words:** Argentine economy, crisis and recovery, moratorium

## **Introdução**

Após o decreto de uma moratória recorde em 2001 e o fim do regime de conversibilidade em 2002, a Argentina passou pela maior crise econômica já registrada. Frente a esta situação, o PIB sofreu uma queda abrupta de 11%, o emprego seguiu em declínio e o FMI previa uma hiperinflação devido à desvalorização. Entretanto, três meses depois da desvalorização, a economia ingressou em um ciclo de crescimento contínuo a partir de 2002. Na primeira metade de 2005 a produção já havia recuperado os níveis pré-crise<sup>3</sup> e a taxa média de crescimento anual desde o início da recuperação até o início de 2007 foi de 8,5%. Segundo o Informe Económico Trimestral (2006) do Ministério da Economia Argentina, tanto o PIB da indústria quanto o investimento se reconstituíram, o que nos indica uma legítima recuperação econômica.

---

<sup>1</sup> Mestrando pelo Programa de Estudos Pós Graduated em Economia Política da PUC-SP e Professor da Fundação Santo André.

<sup>2</sup> Prof<sup>ta</sup>. do Programa de Estudos Pós Graduated em Economia Política da PUC-SP.

<sup>3</sup> 1998 foi o ano em que a produção atingiu o nível máximo antes de se iniciar a recessão.

Frente a esta trajetória ímpar de grandes oscilações que esta economia nos apresenta surgem algumas teses divergentes sobre a análise desse período. De fato, é explícito que “*o mundo contemporâneo conhece uma configuração específica do capitalismo, no qual o capital portador de juros está localizado no coração das relações econômicas e sociais*” (CHESNAIS, 2005:35). Deste modo, partimos do pressuposto que em economias periféricas o mercado de capitais é, em geral, pouco desenvolvido. Assim, a valorização do capital costuma ocorrer no lado real e patrimonial da economia, e não na hegemonia financeira nacional. Portanto, essas economias costumam ser excluídas do processo de mundialização financeira e a riqueza não se dá na valorização plena do capital (CAMARA; SALAMA, 2005: 199).

Sob este ponto de vista, buscamos mostrar que à medida que ocorre o ingresso de capitais estrangeiros, acentua-se o hiato externo e os fatores de instabilidade do crescimento econômico. A Argentina ingressou em uma trajetória de crescimento virtuoso mediante a adoção de medidas do governo juntamente ao abandono do modelo econômico de crescimento via poupança externa.

Em razão das grandes oscilações apresentadas pela economia Argentina, faz-se de grande relevância o entendimento do período pós-crise de 2001 até o início de 2007. Surgiram várias interpretações sobre este tema, sendo algumas delas complementares e outras extremamente divergentes. Deste modo, este trabalho propõe estudar a Argentina pós-conversibilidade, mais precisamente as origens da recuperação, sua dinâmica e desafios, e apresentar uma discussão sobre alguns dos principais debates a respeito do período em questão.

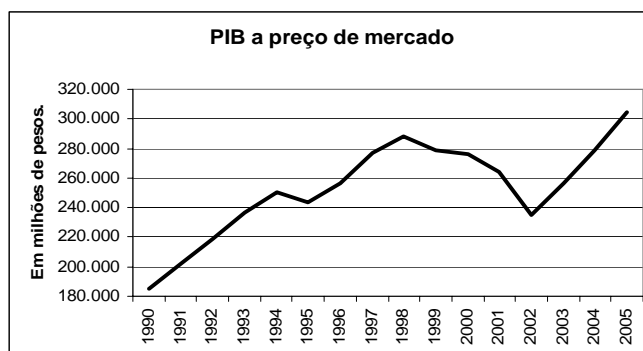
De modo a dar uma melhor estrutura ao trabalho após esta introdução, apresentamos uma primeira seção que proporciona uma breve caracterização da recuperação e uma segunda seção que explica a herança da crise e seus constrangimentos à economia. A terceira seção trata da política econômica pós-crise, em sequência, na quarta seção, expomos diferentes interpretações sobre o período em questão, e por fim, uma breve conclusão sumarizando o trabalho.

### **1. A recuperação argentina**

Mesmo após ultrapassar o nível máximo pré-crise em 2005 (gráfico 1), o PIB argentino segue crescendo a taxas anuais de aproximadamente 8,5%. O crescimento virtuoso do PIB argentino, desde a ruptura do plano de estabilização, aumenta o emprego e como consequência melhora todos os outros indicadores sociais. O emprego

de tempo integral já recuperou toda sua perda sofrida durante a conversibilidade, enquanto os indicadores de informalidade vêm se reduzindo<sup>4</sup>.

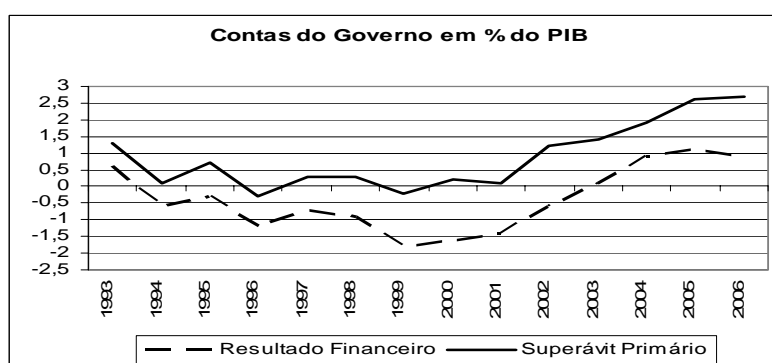
Gráfico 1



Fonte: Elaboração própria com base no INDEC.

O que se destaca na atual estratégia de crescimento da Argentina em relação às anteriores é a presença de superávits nas contas do governo. Atualmente, o peso do endividamento externo é bem menor em relação aos últimos anos da conversibilidade. Fator este que é crucial para a retomada do governo ao controle da situação econômica. O alívio do pagamento de serviços da dívida externa na arrecadação tributária permite ao governo uma política cambial ativa, que é fundamental para a atual estratégia de desenvolvimento. O gráfico 2 nos mostra que entre 1999 e 2006 o governo obteve um ajuste fiscal muito significativo. O déficit primário de 0,1% passou para um superávit de 2,7% e o resultado financeiro de -1,8% transformou-se em superávit de 0,9%.

Gráfico 2

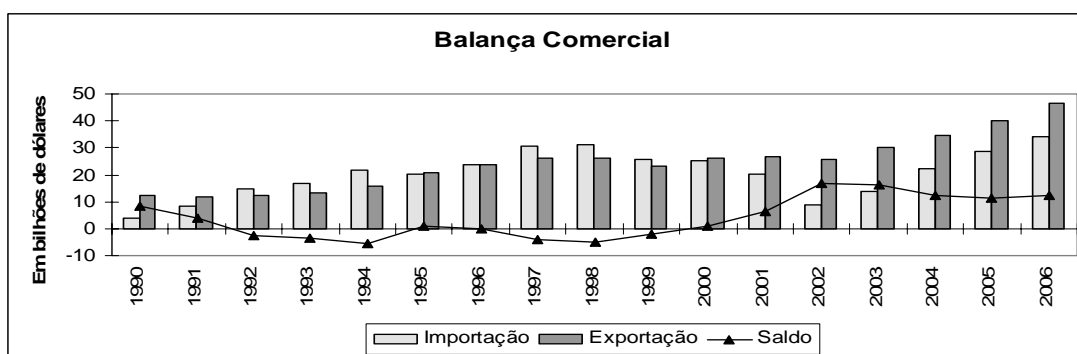


Fonte: Elaboração própria com base no Informe Económico Trimestral do Ministério da Economía Argentina.

Embora no atual quadro macroeconômico configura-se uma situação de maior solidez, nem todos os indicadores se recuperaram. A inflação anual (gráfico 4) situa-se ao redor de 10,5%, uma cifra bem maior do que durante o período de conversibilidade.

<sup>4</sup> Vide gráfico 9.

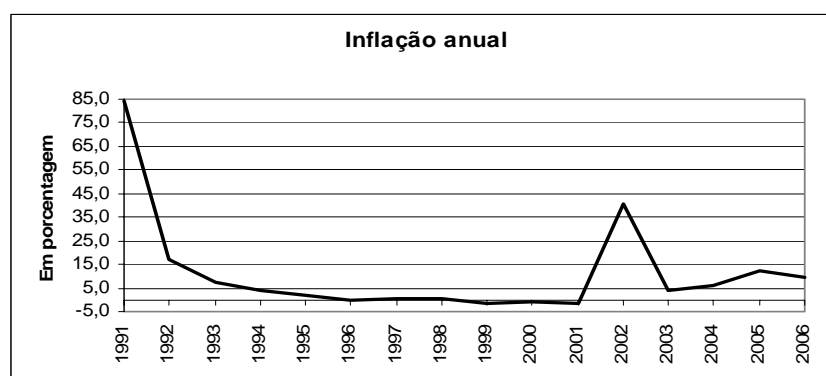
Gráfico 3



Fonte: Elaboração própria com base no INDEC.

Conforme o gráfico 3, as exportações e importações recuperaram um forte dinamismo e a balança comercial apresenta superávit.

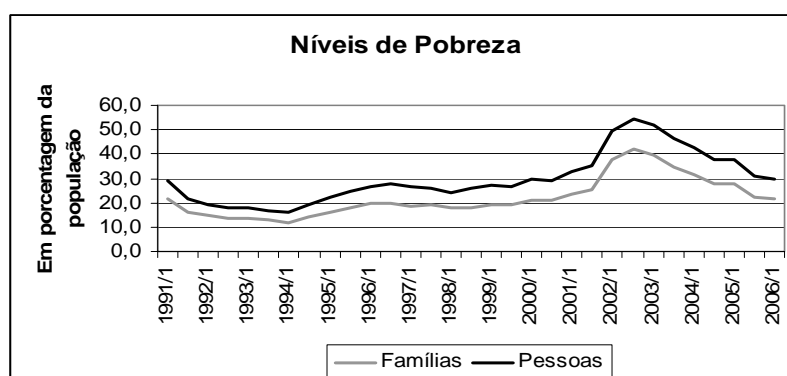
Gráfico 4



Fonte: Elaboração própria com base no INDEC.

O gráfico 5 nos mostra que os indicadores de pobreza apresentam uma trajetória contínua de melhorias, embora não se recuperaram completamente.

Gráfico 5



Fonte: Elaboração própria com base no INDEC.

## 2. Herança nefasta da crise argentina

Traçamos nesta seção uma discussão sobre a natureza da crise e os constrangimentos que esta proporcionou à economia, para que se tenha um

entendimento mais apropriado da seção seguinte, onde tratamos das ações do governo e da trajetória que a economia seguiu até sua recuperação.

A conversibilidade adotava a visão de que, com o mercado preparado via reformas liberalizantes, a concorrência com produtos externos via câmbio iria controlar a inflação e a abertura financeira iria financiar o investimento via poupança externa. Com o câmbio fixo, o Banco Central perde a autonomia de realizar política monetária e o gasto público é obrigado a manter-se “disciplinado” (VELASCO, 2000: 3).

Os modelos de estabilização de preços de economias emergentes baseados em uma âncora cambial apresentam uma dinâmica cujos principais fatos estilizados podem ser percebidos nos dois ciclos da economia argentina ao longo da década de 90. Inicialmente ocorre uma fase expansionista causada pela entrada de capitais externos, motivada por diferenciais de taxa de juros e regime cambial crível, o que por sua vez acarreta em expansão da demanda doméstica. O câmbio real se aprecia como consequência da presença de uma inflação residual após a fixação da taxa de câmbio. O aumento das importações deteriora a conta corrente e cria-se a necessidade de mais financiamento externo, o que leva a acumulação de dívida e aumenta a vulnerabilidade externa. Com a percepção do aumento do risco, reduz-se o influxo de capitais e aumenta-se a taxa de juros. A acumulação de reservas pára e inicia-se uma contração. Com taxas de juros mais altas frente a choques externos adversos e saída de capitais gera-se um cenário financeiro ilíquido. O aumento da taxa de juros provoca uma contração adicional da atividade econômica e o regime cambial entra em colapso simultaneamente a uma crise financeira (FRENKEL et ali, 2006: 4).

Como consequência do plano de estabilização, o Banco Central tornou-se uma caixa de conversão e perdeu a autonomia de fazer política monetária. Como a base monetária estava totalmente sujeita à quantidade de reservas em dólares, a liquidez doméstica e a disponibilidade de crédito ficaram completamente dependentes do balanço de pagamentos. Desta maneira, tanto a balança comercial quanto a atração de capital externo desempenharam funções chaves no modelo.

O plano de estabilização argentino possuía algumas peculiaridades que potencializaram os efeitos da recessão, transformando-a na maior crise econômica registrada na história deste país. Dentre elas destacam-se: i) a paridade cambial havia sido fixada sobre valorizada, o que é apontado como um grave problema pela literatura sobre crises cambiais (VELASCO, 2000:5); ii) embora a conversibilidade estabelecida por lei tenha concedido uma maior credibilidade ao modelo, os poupadores privados

preferiam depósitos em dólares e os bancos também ofereciam créditos nessa mesma moeda, o que resultou em um número crescente de ativos e passivos em moeda estrangeira (FRENKEL et ali, 2006: 3); iii) a legalização de contratos em dólares e o risco cambial, que atingiam os aplicadores internacionais, o sistema bancário e firmas endividadas em dólares com receitas em pesos, iv) o desequilíbrio externo crescente pela combinação de câmbio valorizado e abertura comercial; v) a volatilidade internacional, que influenciava fortemente a atividade doméstica e os níveis de emprego e, por fim; vi) a própria rigidez do sistema, que impedia uma desvalorização sem que ocorresse uma grave crise financeira, considerando as consequências da desvalorização do peso na dívida externa e na credibilidade da moeda doméstica. Esta última constitui-se em uma possível explicação do porquê das tentativas do governo em evitar a ruptura do modelo.

A crise argentina apresentou elementos controversos no aspecto macroeconômico. No aspecto financeiro, o enorme contexto de iliquidez interna acarretou em grandes consequências para a economia. A corrida para sacar depósitos instauraria uma quebra generalizada do sistema bancário que, juntamente ao engessamento do banco central e à fuga de capitais, romperiam com o regime cambial. Para amenizar esta situação o governo instaurou em dezembro de 2001 o chamado “*corralito*”, uma limitação sobre a quantidade de saques bancários visando ceder um fôlego ao setor bancário e manter a paridade da moeda. O “*corralito*”, ao mesmo tempo em que permitiu um certo alívio ao setor bancário ao fazer com que a quebra fosse apenas virtual. Esta medida deteriorou a credibilidade da conversibilidade, o que acarretou em uma moratória que foi inevitável e, por fim, colocou um fim a este regime (FRENKEL; RAPETTI, 2005:7).

O caos instaurado no setor bancário contraiu mais ainda a liquidez na economia. Frente a esta situação, o governo federal e as províncias apelaram para a emissão de títulos, chamados de quase moedas ou moedas provinciais como solução urgente e imediata. Esta operação já havia sido adotada por algumas províncias na década de 80 frente à uma restrição de divisas por parte da nação. Entretanto, mediante a forte contração da liquidez em 2001 esses títulos (ou quase moedas) passaram a ser emitidos em larga escala no país, chegando a atingir um valor de 2% do PIB. A Argentina passou a ser conhecida como um país de 15 moedas, o que caracterizou uma quebra do padrão monetário durante este período (SCHVARZER; FINKELSTEIN, 2003).

A dinâmica da conversibilidade exigia o endividamento público para a manutenção da paridade do câmbio. Ao invés de o setor privado gerar divisas e cobrir o hiato externo, o ocorrido foi justamente o contrário. O equilíbrio só se deu em condições de forte recessão uma vez que o consumo era financiado com fluxo de capital externo. A economia ingressou em um esquema de “*ponzi game*” em que o déficit externo era financiado por déficit público, que se acumulava com o aumento da taxa de juros visando a atração de capital para pagar o serviço da dívida. Este último cresceu de maneira tal que a moratória foi inevitável (SCHVARZER; HERNÁN, 2004).

A moratória foi de tamanha proporção que acarretou o rompimento de vários outros contratos. Mediante a interrupção do pagamento de serviços da dívida, deteriorou ainda mais a confiança dos mercados internacionais em relação às aplicações na Argentina. O rompimento da paridade cambial gerou uma situação de insolvência do capital privado, o que acarretou em uma sucessão inadimplências (DAMILL et alii, 2005: 18).

Contudo, nota-se que ao mesmo tempo em que a moratória causou o rompimento de uma série de outros contratos, deteriorou a liquidez e a credibilidade da moeda doméstica, esta também concedeu um grande alívio ao governo frente à pesada carga de serviços da dívida. Com isso o governo recuperou certo grau de liberdade para conduzir a política econômica, possibilitando a normalização do sistema financeiro, políticas de renda para trabalhadores, apoio ao setor produtivo e recomposição da moeda fiduciária que foram fundamentais para o retorno ao crescimento da economia (RAPETTI, 2005).

### **3. Políticas econômicas pós-crise**

#### **3.1 Normalização das variáveis monetárias e financeiras**

A crise de 2001 foi uma das mais graves, se não a mais séria, ao longo da história da Argentina. No fim de 2001 e início de 2002, a situação econômica em franco descontrole, juntamente às medidas de emergência do governo (“*corraligo*”, “*corralón*”, moratória e desvalorização dentre outros) agravavam o cenário político já tenso. As massas populares que vinham descontentes com o desemprego elevado que comprimia os salários explodiam nas revoltas chamadas “*panelazo*”<sup>5</sup>. Frente a este quadro de completo caos político e econômico, uma sucessão de presidentes assumiam e

---

<sup>5</sup> Panelazo pelo fato das manifestações em praça pública ocorrerem com uma multidão de pessoas batendo em painéis.

renunciavam ao poder. Entretanto, poucos meses depois se iniciou a recuperação do cenário econômico que serão tratadas nesta seção.

Em janeiro de 2002 o governo iniciou uma série de ações visando a normalização do lado monetário da economia. O “corralito” é mantido e o sistema de conversibilidade é substituído por meio da adoção de um câmbio dual e de controle de capitais. Uma taxa de câmbio era fixa, estipulada em 1.40 pesos por dólar para algumas operações financeiras, enquanto a outra, para as demais operações cambiárias, era flutuante (FRENKEL; RAPETTI, 2006).

A idéia por trás dessas medidas do governo era trazer o mercado de câmbio à normalidade e a absorção do impacto da variação dos preços relativos em razão da desvalorização. A partir de então, o governo flexibilizaria e unificaria o câmbio. Entretanto, por objeção do FMI, o governo teve que unificar o câmbio e deixá-lo flutuar antes do planejado. Pouco tempo depois houve uma bolha especulativa em relação à paridade cambial, e a moeda depreciou-se chegando a uma taxa de quatro pesos por dólar, com tendência à alta (FRENKEL; RAPETTI, 2006: 8).

A consequência disso foi um aumento dos preços em 21% e uma redução no salário real, que resultou em um agravamento da recessão. O governo interveio na economia buscando administrar os prejuízos causados pela desvalorização, reduzindo a transferência de renda dos devedores para credores, e também evitando o colapso em razão de contratos em moeda estrangeira, assumindo parte da dívida externa. Assim, foram pesificadas as dívidas das firmas na paridade um peso/dólar e os depósitos bancários em dólares, a um câmbio de 1,40 pesos por dólar mais indexação ao IPC<sup>6</sup>. Estabeleceu-se ainda o chamado “corralón”, que constituiu em uma extensão de prazo de maturação desses depósitos com o objetivo de evitar o agravamento das condições de solvência. (RAPETTI, 2005: 6). A atuação das autoridades monetárias foi seletiva e priorizou medidas para o manejo da crise instaurada. Deste modo, decretada a moratória, as perdas foram distribuídas favorecendo o sistema bancário nacional. A pesificação dos depósitos em dólares por um lado, reduziu os compromissos nesta moeda e evitou “quebradeira” bancária, por outro, a assimetria gerada pela pesificação de depósitos e créditos gerou prejuízos bancários que foram compensados pelo próprio governo. Os bancos que não estavam preparados para enfrentar a desvalorização foram socorridos pelo setor público via títulos. Toda essa ação foi fundamental para a

---

<sup>6</sup> Índice de Preços ao Consumidor.

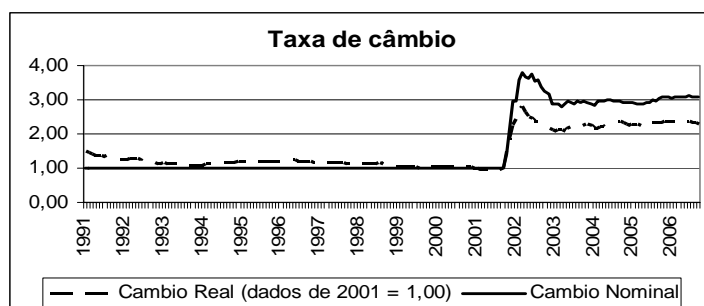


recuperação da moeda fiduciária e, conseqüentemente, para a reversão da recessão (DAMILL et ali, 2005: 24).

A emissão das quase moedas como um subproduto da conversibilidade foi fundamental para evitar um maior aprofundamento da depressão em um quadro de reduzida circulação monetária (SCHVARZER; FINKELSTEIN, 2003). Apesar de todos os esforços realizados pelo governo, o dólar parecia ser o único ativo que possuía uma reserva de valor confiável (RAPETTI, 2005:13).

Em junho de 2002, acentua-se a intervenção de modo sistemático no mercado cambial e institui-se a obrigatoriedade de liquidação de receitas de exportação superiores a 1 milhão<sup>7</sup> de dólares no Banco Central. De modo a proporcionar uma maior eficácia no controle sobre os saques, o poder executivo decretou em julho a proibição de retirada de depósitos em moeda estrangeira por um prazo inferior a 120 dias (RAPETTI, 2005).

Gráfico 6

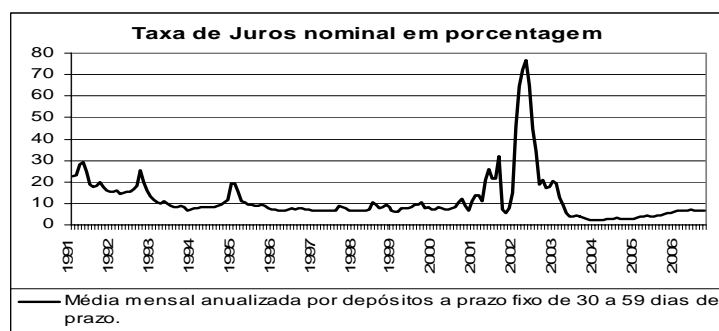


Fonte: Elaboração própria com base no INDEC.

O mercado financeiro também contribuiu para a normalização do câmbio, mediante a manutenção de taxas de juros extremamente altas. O aumento de preços ajudou na apreciação real e os ativos financeiros locais passaram a ser mais atrativos que o dólar. A taxa de câmbio apresentava-se em níveis tão elevados, gráfico 6, que a simples interrupção de sua subida já era suficiente para que ocorressem expectativas de apreciação (RAPETTI, 2005: 16).

<sup>7</sup> O limite inferior chegou a ser 200 mil dólares em setembro e passou a elevar-se gradativamente à medida que o mercado de câmbio se normalizava.

Gráfico 7

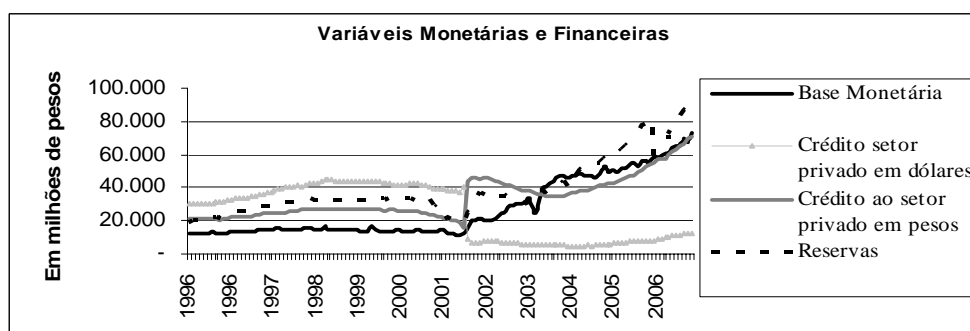


Fonte: Elaboração própria com base no INDEC.

Como resultado dessas ações, a partir de julho de 2002, mediante um câmbio real mais apreciado e o aumento da taxa de juros, dá-se início a uma recuperação da demanda por ativos locais, ações, Lebac<sup>8</sup> e pesos. Os depósitos em bancos também passaram por uma inflexão e os bancos começam a recompor sua liquidez, o que por sua vez, resultou numa tendência a queda da taxa de juros (RAPETTI, 2005: 16).

O crédito bancário se reduziu, segundo Schvarzer e Finkelstein (2005), por decisão dos próprios bancos para recompor sua liquidez e também pelo fato de que a Lebac era mais rentável que o empréstimo ao setor privado. Entretanto, deve-se considerar a ausência de demanda por crédito, uma vez que a economia ainda estava muito fragilizada, e o elevado coeficiente de saldos líquidos em divisas internacionais dos agentes privados que sentiram um forte efeito riqueza pela desvalorização. Assim, o crédito seguiu contraindo-se até os últimos meses de 2003.

Gráfico 8



Fonte: Elaboração própria com base no INDEC.

Sem financiamento bancário, os saldos líquidos em carteira do setor privado desempenharam um papel de grande importância, e a base monetária começou a expandir-se atingindo níveis elevados. Isso se deu não apenas porque a taxa de juros já

<sup>8</sup> Título do Banco Central da República Argentina.

estava muito baixa, mas também como uma consequência da própria crise, uma vez que o sistema bancário se apresentava fortemente debilitado (RAPETTI, 2005: 17).

### 3.2 A Reestruturação da dívida

Durante o primeiro trimestre de 2002, após ter sido decretada a moratória em dezembro de 2001, a dívida pública sofreu um aumento nominal causado por variáveis financeiras, e não por fatores fiscais. Em um trabalho sobre dívida, Schvarzer e Hernán (2004) nos mostram que a variação de sua composição entre 31 de dezembro de 2001 e 30 de setembro de 2003 se deu por: i) diferença cambiária, em razão da depreciação do dólar frente às outras moedas em que a Argentina possuía dívida, como Euro, Yen, Libra e Franco Suíço; ii) atraso do pagamento de juros, que foram suspensos durante a moratória; iii) nacionalização de dívida provincial<sup>9</sup>; iv) colocação de novos títulos (Boden) e, por fim; v) redução de dívida por pagamento e pesificação, que reduziu o montante de compromissos em dólares.

Segundo Frenkel e Rapetti (2006: 12), o ajuste das contas públicas é explicado em 40% pela melhora do resultado fiscal das províncias em razão do aumento da arrecadação com a retomada da atividade e redução dos gastos. Os outros 60% desse ajuste se deu pela interrupção do pagamento de juros e pelo superávit primário, via melhora da arrecadação proporcionada pela reativação econômica e superávit comercial. Outro fator importante tem sido a tributação sobre as exportações e operações financeiras, que gerou receitas de magnitudes muito significativas que são explicadas, em grande medida, pela captura por parte do governo do efeito rentabilidade de bens comercializáveis e altos preços de bens de exportação<sup>10</sup>.

Na segunda metade de 2003, após o início da reestruturação da moratória, o governo negociou com o FMI e Banco Mundial. Obteve certa vantagem na emissão de novos “*swaps*” ao reduzir o estoque de dívida pública em 67,3 bilhões de dólares bem como sua exposição ao risco ao transformar cerca de 44% dos novos títulos em pesos.

De acordo com um trabalho de Schvarzer, Orazi e Tavošanska (2006), a estratégia oficial de renegociação da dívida colocou-a parcialmente indexada ao PIB, pois a partir de então passou a pagar um adicional de juros no caso de uma tendência de crescimento real anual superior a 3% durante os próximos 30 anos. Esse crescimento real tem como ano base 2004 e, no caso de uma outra queda na produção, a recuperação

---

<sup>9</sup> Absorção das moedas provinciais.

<sup>10</sup> Informe Económico Trimestral (2006) – Ministério da Economia Argentina.

não será considerada, fazendo com que se leve em conta apenas o crescimento legítimo. A partir deste quadro, verifica-se que o principal fator de sustentabilidade da dívida tem sido o superávit fiscal, que segundo os autores, deve ser igual ou superior a 3%. O nível da taxa de juros internacional também exerceu grande influência, uma vez que define o custo de refinanciamento da parcela dos compromissos que ultrapassarem 3% do PIB. O fato de se ter indexado a dívida ao crescimento do PIB fez com que esta se eleve consideravelmente, porém à medida que a economia se expanda, sua importância relativa não é tão significativa.

### **3.3 A recuperação da atividade econômica pós-conversibilidade**

Após o decreto da moratória em 2001 e o fim da conversibilidade em 2002, o emprego continuou a decrescer e o FMI previa uma hiperinflação devido à desvalorização. Entretanto, três meses depois da desvalorização, a economia apresentou uma inflexão em sua trajetória macroeconômica, iniciando a partir daí uma fase de recuperação que, segundo Frenkel e Rapetti (2006), pode ser dividida em 3 períodos distintos.

#### **3.3.1 O primeiro período: entre o segundo e terceiro trimestre de 2002**

O PIB começa a crescer, porém de maneira muito fragilizada, apoiado no setor externo, estimulado pela depreciação cambial. Durante esta fase, a redução do emprego, salário real e liquidez juntamente ao controle de capitais aumentavam a incerteza e limitavam o consumo e o investimento, que continuavam a reduzir, porém a taxas decrescentes (FRENKEL; RAPETTI, 2006: 9).

O principal motor do crescimento neste período foi o setor externo, que através da desvalorização, aumentou a competitividade do setor exportador, mudou os preços relativos a favor da produção doméstica e deu um impulso para o setor produtivo de bens de consumo. Este último iniciou um outro processo de substituição de importações, através de um forte incentivo para a re-industrialização<sup>11</sup> que alimentou a demanda doméstica (DAMILL et alii, 2005: 21).

Ainda existiam instabilidades nos âmbitos financeiro e político, devido a consequências da desvalorização recém ocorrida. Fuga de capitais, retirada de depósitos bancários, diminuição de reservas e instabilidade cambial ainda ocorriam, tornando

---

<sup>11</sup> Re-industrialização por que na década de 90 a indústria nacional reduziu-se bastante em razão da conversibilidade que desestimulava a produção nacional em prol da importação de bens de consumo.

*“(...) especialmente notável que a recuperação se desse enquanto as variáveis seguiam caminhos divergentes”* (FRENKEL; RAPETTI, 2006: 10, tradução nossa).

### **3.3.2 O segundo período: do segundo semestre de 2002 até a primeira metade de 2004**

O crescimento se deu pelo aumento de componentes de demanda interna. Isso foi possível em razão da normalização das variáveis financeiras iniciadas em meados de 2002, que proporcionou vantagens ao setor privado. Deste modo a produção começou a aumentar consideravelmente, porém o superávit da balança comercial começou a reduzir-se, em razão de um aumento das importações e, principalmente, em razão de uma redução das exportações (DAMILL et ali, 2005: 30).

A desvalorização também gerou um efeito riqueza para os agentes que possuíam dólares guardados consigo ou sob forma de ativos no exterior. No auge da crise, o impacto da redução da massa salarial no consumo foi amortecido em razão do grande coeficiente de ativos externos pertencentes a residentes que sentiram esse efeito riqueza com a desvalorização. Podemos concluir que a rentabilidade do investimento aumentou, pelo efeito-riqueza acima mencionado e pelas inúmeras ações do governo em propiciar vários subsídios e outras medidas em favor da atividade produtiva. Esse aumento da rentabilidade causou uma significativa expansão anual do investimento da ordem de 42.7% ao longo da recuperação, e este componente representou 57% do crescimento do PIB neste período (FRENKEL; RAPETTI, 2006: 11).

Durante este período o consumo privado representava aproximadamente 69% do crescimento do PIB. Isso foi possível por causa de um programa do governo de subsídio ao desemprego e pela determinação de aumento nominal de salários. Somando-se a isso a redução na inflação, houve um ganho real de cerca de 25% no fim de 2002. A combinação do aumento do emprego juntamente com o aumento do salário propiciou um aumento do consumo. A desvalorização cambial também desempenhou um forte papel no aumento do emprego pelo fato de ocorrer um barateamento da mão de obra em relação ao maquinário, para um dado nível de produção (RAPETTI, 2005: 8).

### **3.3.3 O Terceiro Período: da segunda metade de 2004 até o início de 2007**

Caracteriza-se a terceira fase da recuperação, onde o ciclo continua em expansão sem que, todavia, tenha experimentado uma tendência à recessão. Neste período, o crescimento é explicado não apenas pelos componentes internos da demanda, mas

também pelo desempenho das exportações que, segundo o ministério da economia representam aproximadamente um terço do PIB.

De acordo com Rapetti (2005: 24), a grande diferença entre o atual crescimento e os ciclos anteriores está na estrutura do balanço de pagamentos. As experiências prévias ocorriam com déficit, entretanto, o ajuste das contas públicas ocorrido entre 2001 e 2004 possibilitou a situação presente hoje, onde existe um superávit fiscal que é um ponto chave para a sustentabilidade deste modelo.

Na medida em que a produção vem crescendo, aumenta também a demanda por trabalhadores e, conseqüentemente o salário real, que tem mostrado um certo ritmo de expansão, ainda que modesto e insuficiente para recuperar o nível de renda da população em relação ao início da década passada (SCHVARZER; ORAZI, 2006: 30). Podemos concluir que o nível de vida da população foi se degradando ao longo da conversibilidade, e sofreu uma queda acentuada entre 1998 e 2002. Com o fim da conversibilidade, a situação vem melhorando, aumentando o consumo per capita e reduzindo a população abaixo da linha da pobreza.

Desde a segunda metade de 2002, o Presidente Kirchner juntamente com o então ministro Lavagna adotaram uma estratégia que é chamada por alguns economistas de modelo do dólar alto (SCHORR; WAINER, 2005), pelo fato de manter o câmbio real em níveis competitivos. Embora o nível do câmbio não seja explicitamente anunciado, existe uma banda de flutuação entre 2,85 e 3,9 pesos por dólar, fator este que até hoje desempenha um papel central em sua política econômica. Assim, busca-se estimular as exportações, produção de bens transacionáveis e reduzir a dependência de capital financeiro internacional.

Paralelamente à implementação da estratégia do dólar alto, adotou-se uma política que se baseia em âncora monetária. Este controle se dá através da relação entre agregados monetários e crescimento dos níveis de preços, fazendo com que o controle inflacionário se dê indiretamente. Deste modo, o Banco Central anuncia no início de cada ano qual será a banda para o nível da base monetária, dirigindo as expectativas dos agentes a certo nível de inflação. De acordo com o Ministério da Economia<sup>12</sup>, a meta até 2005 referia-se à circulação de M1. Com a retomada da atividade financeira em processo o governo passa a utilizar metas para o M2 a partir de 2006.

---

<sup>12</sup> Informe Económico Trimestral (2006).

Faz-se importante ressaltar que a estratégia de controle de preços não se limita ao plano monetarista de metas para agregados monetários. O governo atua constantemente pelo lado da oferta através de subsídios a insumos industriais e transporte, acordos com redes de supermercados dentre outras medidas não ortodoxas. O governo da Argentina segue algo próximo à proposta de Sicsú (2002), onde nos são apresentadas algumas políticas não monetárias para controle de preços. Isto ocorre pela percepção de que a moeda não é endógena. Conforme nos mostra Guillermo Gigliani (2005:16), a forma como a moeda se injeta na economia e a relação de causalidade entre os empréstimos bancários e o dinheiro evidenciam o caráter endógeno do multiplicador monetário.

Embora oficialmente a política monetária do Banco Central esteja voltada apenas para o controle inflacionário, pode-se perceber claramente que na prática esta instituição também zela pela paridade da moeda. De acordo com o Ministério da Economia, o governo adotou uma estratégia de acumulação de reservas internacionais, reduzindo o nível de exposição do país aos riscos dos mercados financeiros internacionais e evitando a valorização do peso ao reduzir a quantidade de dólares em circulação. Para isso, obrigou por lei a liquidação de receitas de exportação no Banco Central, eliminando assim o desequilíbrio externo. Porém, ao liquidar as receitas das exportações no Banco Central, ocorre uma expansão dos meios de pagamento, gerando pressões inflacionárias. Deste modo, o governo recorre à esterilização da base monetária, mantendo assim o nível de moeda em circulação sob controle (RAPETTI, 2005).

O modelo de dólar alto favorece o desempenho do setor exportador e a produção local das atividades mais dinâmicas. A acumulação de reservas por parte do Banco Central é favorecida pelos superávits em conta corrente e protege a economia i) de riscos por causa da alta volatilidade do mercado financeiro internacional; ii) da probabilidade não nula de ajustes bruscos na economia internacional; iii) da ausência de prestador de última instância e, por fim; iv) da importância de contar com ativos externos suficientes mediante a incerteza no mercado (RAPETTI, 2006: 31).

#### **4. Interpretações sobre a experiência argentina**

Desde a crise até o final de 2006 surgiram vários debates a respeito da experiência argentina. Consolidando nosso entendimento sobre a crise e recuperação

argentina, traçamos aqui uma breve discussão sobre quatro das interpretações, apresentado as idéias ortodoxas pontualmente e o contraponto da heterodoxia.

O primeiro debate concerne as causas da crise, onde a vertente ortodoxa defende que a crise se deu essencialmente pelo lado fiscal (TEIJEIRO, 2002:2). Um trabalho do FMI realizado por Reinhart, Rogoff e Savastano (2003) defende a hipótese de que a moratória é resultado de comportamento oportunista da Argentina cujo governo irresponsável se endivida além do limite de tolerância do país. O argumento exige um mercado financeiro internacional interessado em emprestar acima do limite, cobrando um elevado prêmio de risco. Este comportamento é pró-cíclico uma vez que o aumento da taxa de juros juntamente com a grande propensão a cortar o financiamento determina uma probabilidade de moratória. Partilhando da mesma visão, Mussa (2002:10) nos afirma que a falha do FMI durante a conversibilidade consistiu em não fiscalizar o endividamento público.

A corrente contrária à ortodoxia argumenta que esta análise retira o foco das diferentes políticas seguidas pelos países na integração internacional. No caso da Argentina, a crise foi proporcionada e agravada por um conjunto de fatores (FRENKEL, 2003; SCHORR; WAINER, 2005). O descontrole das contas públicas não se deu por um excesso de gasto público, e sim pelo o crescente pagamento de serviços da dívida frente a um aumento no risco país e da taxa de juros. Juntamente a isso, a redução da arrecadação com a privatização da previdência social deteriorou as condições de solvência. A rigidez das limitações impostas ao Banco Central impediu a ação de empréstador de última instância e precipitou o "*corralito*" que, somado aos choques externos adversos frente ao regime cambial ultra-rígido impossibilitaram a adaptação da política econômica. Um país em crise por causa de risco de moratória tem como custoso o seu adiamento, e não a moratória em si.

O segundo debate trata da ruptura dos contratos, sendo que os mesmos autores que vêm a crise de natureza fiscal afirmavam que essa quebra contratual agravaria o caos instaurado. Neste sentido a recuperação jamais ocorreria, pois a incerteza e fragilidade gerariam hiper-inflação (MUSSA 2002: 62). Entretanto, mostramos neste trabalho que esse rompimento com o antigo modelo era inevitável em razão de sua própria estrutura. A corrente contrária afirma que, a moratória e a ruptura dos contratos da regra cambiária, de serviços públicos privatizados além do "*corralón*", "*corralito*" e pesificação dos depósitos bancários propiciaram as condições para recuperação com o alívio do pagamento de serviços da dívida e concederam liberdade ao governo de



planejamento econômico, que foi fundamental para a recuperação (DAMILL et ali, 2005: 33).

O terceiro debate diz respeito ao motor da expansão e aos limites da recuperação econômica, onde uma vertente enfatizava o cenário externo favorável como o único responsável pelo crescimento, que por sua vez não passaria de um surto passageiro. Kristin Forbes<sup>13</sup> no fórum econômico mundial ocorrido na Suíça em 2005 utilizou a expressão de “pulo do gato morto” para caracterizar a trajetória da Argentina.

Entretanto, na primeira metade de 2005, o PIB já havia recuperado os níveis pré-crise. Outro fator de suma importância é a estrutura produtiva que apresenta mudanças significativas. Na conversibilidade, o setor de serviços teve importância relevante que se explica pela privatização das estatais. Durante a conversibilidade a indústria de bens se contraiu e concentrou-se em razão da forte concorrência internacional (SCHORR; WAINER, 2005). A situação após a desvalorização é de franca expansão dos setores exportadores, construção civil, pesca e indústria. A partir de 2005, o nível de capacidade instalada para o agregado se mantém praticamente constante, apesar do crescimento do PIB, o que indica um aumento do investimento e um crescimento legítimo.

Em relação ao motor do crescimento, na segunda fase da recuperação houve uma contração do saldo comercial e a atividade continuou em expansão baseada no consumo e investimento doméstico. Cabe destacar que o governo tomou uma série de medidas para normalizar as variáveis financeiras, incentivar a demanda doméstica com subsídios à indústria e auxílio social ao desemprego.

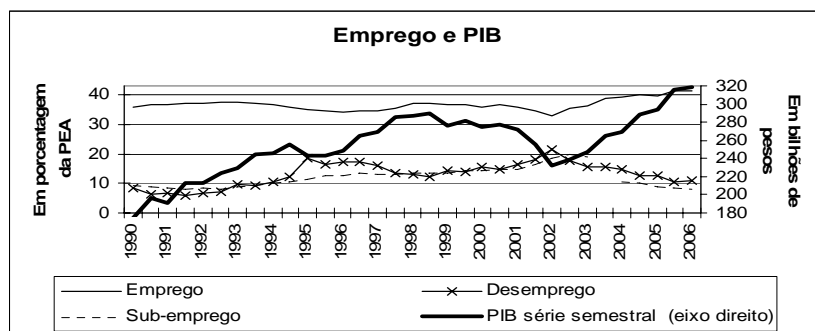
O atual desempenho não apresenta problemas de instabilidade macroeconômica que historicamente condicionaram o crescimento na Argentina. Cada surto de crescimento era interrompido por um estrangulamento externo pela escassez de divisas, obrigando o governo a incorrer em uma desvalorização que, por sua vez, desencadeava efeitos contracionistas. O superávit das contas do governo e o acúmulo de reservas fornecem robustez fiscal e externa respectivamente reduzindo as chances de fuga de capitais, e a probabilidade de crises financeiras bem como no balanço de pagamentos. O câmbio desvalorizado também altera os preços relativos incentivando os setores intensivos em mão de obra. Isso promove uma expansão da demanda por empregos e aumenta a massa salarial e os níveis de salário real. O superávit do governo também permite corrigir desequilíbrios macroeconômicos como pressões inflacionárias,

---

<sup>13</sup> Concil of Economic Adviser – White House EUA. (Conselheiro Econômico da Casa Branca – EUA.)

possibilita a realização de política fiscal anticíclica e intervenções no mercado de câmbio. A menor vulnerabilidade do governo a choques adversos, permite maior solidez para condução da política econômica e aumenta a confiabilidade frente aos mercados financeiros e projetos de investimentos privados.

Gráfico 9



Fonte: Elaboração própria com base no INDEC.<sup>14</sup>

O gráfico 9 nos mostra claramente que durante a conversibilidade o aumento do PIB e desemprego se davam simultaneamente e o problema do emprego foi agravado nas duas recessões. Entretanto, após a desvalorização, a economia cresce acompanhada pelo emprego ao passo que o desemprego e o subemprego vêm se reduzindo.

Se autores ortodoxos criticam a atual taxa de investimento, estes não levam em conta o peso por trás de seu posicionamento. Como os atuais níveis de investimento são maiores que os apresentados na década de 90, esta posição pode ser interpretada como uma crítica mais grave ainda ao regime da conversibilidade. Isso se dá porque a paridade cambial operava em favor da compra de bens de capitais e insumos importados, porém o investimento externo constituiu-se majoritariamente na compra de empresas já instaladas e não em novos projetos. Atualmente ocorre justamente o contrário, onde a moeda desvalorizada não favorece a importação de bens de capital, entretanto, paradoxalmente esta situa-se em níveis bem maiores que durante o período da conversibilidade (SCHVARZER; ORANZI, 2006:5).

Durante a conversibilidade, período no qual o capital portador de juros esteve em voga como nunca na Argentina, o capital produtivo desempenhava um papel secundário. Conforme nos mostra Chesnais (2005: 58), a atividade financeira reduz o investimento produtivo, pois este requer um prazo de maturação mais longo, ao passo que o capital portador de juros cobra seu rendimento no curto prazo. Os próprios dados já apresentados nos confirmam esta análise aplicada ao período da conversibilidade, na

<sup>14</sup> Não consta na base de dados do INDEC a informação referente ao sub-emprego para os anos de 2002 e 2003.

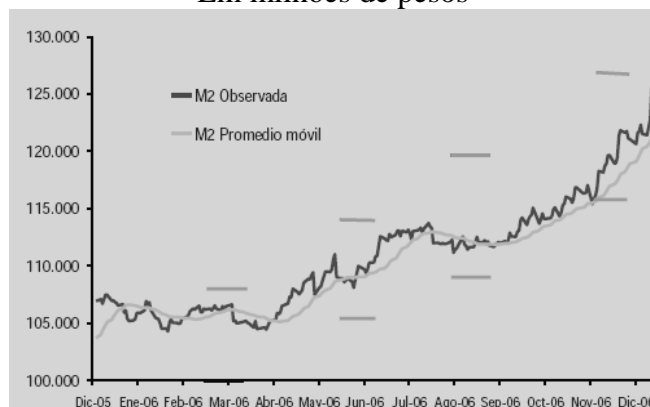
qual predominavam baixas taxas de investimentos e salários reduzidos juntamente com o aumento do desemprego e empobrecimento da população.

O último debate diz respeito à coordenação das políticas monetária e cambial. Em contraste à era da conversibilidade, cujo fim se configurou um problema por escassez de divisas internacionais, resulta hoje em um desafio pelo excesso de dólares entrando na economia argentina, tanto pelo superávit comercial quanto por operações financeiras.

A ortodoxia, incluindo o FMI (GIOVANNI; SHAMBAUGH, 2006:6), argumenta que não é possível a coordenação das políticas monetária e cambial simultaneamente em razão do chamado trilema de economias abertas. Esse trilema diz que não se pode manter uma política monetária ativa e o controle da paridade cambial em uma economia integrada com o mercado de capitais internacional. Isso se dá porque o Banco Central não pode mudar seu portfolio de ativos e passivos para compensar as variações nos fluxos de capital privado. Sob essa ótica, argumentaram que desde 2003 essa coordenação só foi possível porque a economia estava com o mercado financeiro debilitado, com o crédito reduzido por causa da moratória. Além disso, apesar de haver controle de capitais na Argentina, o setor privado inova mais que o setor público, fazendo com que esse controle não tenha efetividade

A heterodoxia considera essa argumentação falha ao não considerar as magnitudes das quantidades envolvidas nem os instrumentos do Banco Central de controlar a oferta de dinheiro. O controle dessas políticas depende do tamanho da intervenção e dos limites de instrumentos de esterilização e compensação. A partir de 2004 o governo vem utilizando estratégias para contrair a base monetária que vão além da esterilização através de títulos, como o pagamento antecipado ao governo do montante de capital e de juros da dívida que o setor financeiro nacional contraía como socorro durante a crise de 2001, as intervenções oficiais no mercado cambial e operações de financiamento ao Tesouro. Essas intervenções foram possíveis em razão da melhora das contas públicas que permitiram que operações do governo desse alívio ao Banco Central em contrair a base monetária. Desta maneira o funcionamento não é ineficaz como argumenta a ortodoxia, tanto que os agregados monetários, conforme o gráfico 10, situam-se próximo ao limite inferior da banda estabelecida (FRENKEL; RAPETTI, 2006).

Gráfico 10  
Seguimento do Programa Monetário  
Evolução do agregado M2  
Em milhões de pesos



Fonte: Informe Económico Trimestral do Ministério da Economia Argentina.<sup>15</sup>

## **5. Considerações finais**

O capital que entrava na Argentina durante a conversibilidade não gerava condições de se reproduzir, visto que não aumentava a produção, não substituíam importações ou incentivava exportações (SCHORR; WAINER, 2005). O influxo de capitais dos anos 90 financiou o consumo de bens importados e este processo terminou em crise financeira e cambial.

Sob a ótica do capital, a finança mundial rompe barreiras e cria oportunidades para que este se aproxime de seu ápice, entretanto a periferia é excluída desse processo. Procuramos mostrar que a Argentina, ao romper com o modelo econômico submisso aos interesses da hegemonia financeira, mesmo que não intencionalmente, conseguiu o fôlego necessário para revitalizar a atividade produtiva.

Tratamos aqui da recuperação composta por três momentos, e com causas diferentes em cada um deles. Primeiramente um crescimento fraco, estimulado pela desvalorização e pelo alívio do orçamento público com a interrupção do pagamento de juros após a moratória. Todavia, o cenário internacional favorável não foi o único responsável pela recuperação, uma vez que num segundo momento a recuperação prossegue apoiada em componentes da demanda, onde a normalização das finanças deu vantagens ao setor privado por causa da mudança nos preços relativos, impulsionando uma substituição de importações. No terceiro momento, as exportações recuperam

<sup>15</sup> Gráfico retirado do Ministério da Economia Argentina pelo fato de não se ter encontrado os dados primários.

importância relativa junto aos demais componentes do PIB frente ao modelo do dólar alto.

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

Da segunda metade de 2005 em diante, quando o PIB recupera os níveis pré-crise, verifica-se que o crescimento é legítimo, e não apenas uma recuperação da capacidade produtiva previamente já existente. Isso é explicado não apenas pelos números alcançados do PIB, mas também em razão da estrutura produtiva, uma vez que a capacidade instalada que foi reduzida ao longo da conversibilidade aumentou significativamente por causa do grande aumento do investimento produtivo e já superou os níveis pré-crise.

Após a implementação da política cambial, a inflação apresenta algumas variações positivas ao longo da recuperação iniciada em 2002. Entretanto, juntamente com o governo, o Banco Central que, diga-se de passagem, é independente, pelo menos em tese, têm agido de modo pragmático a combater as tendências inflacionárias da Argentina, que são, na maioria das vezes, pressões no lado dos custos, e não na demanda. O Banco Central basicamente anuncia metas para agregados monetários visando coordenar as expectativas dos agentes e trabalha juntamente com o governo, seguindo a política de Kirchner.

Atualmente o governo tem feito acordos com as principais redes de supermercados visando manter os preços de bens da cesta básica sob controle. Além disso, o transporte público e insumos como combustível são subsidiados. Nota-se que o controle inflacionário se dá também pelo lado da oferta, e não apenas pela demanda.

Pode-se notar que o Banco Central argentino mostra-se ortodoxo para o resto do mundo ao se declarar independente do governo e também ao utilizar as metas de agregados monetários como condutor de expectativas inflacionárias, porém, juntamente

com o governo, a manutenção de um câmbio desvalorizado via intervenções constantes no mercado de câmbio e em setores produtivos da economia mostram o pragmatismo presente nesta política que, embora não seja oficialmente anunciada, é facilmente verificada pelos dados desde 2002.

Não queremos passar a idéia de que a Argentina está completamente recuperada e isenta de quaisquer choques adversos ou problemas de sustentabilidade. Mostramos que os principais desafios são: a manutenção do programa monetário em razão da endogeneidade da moeda frente a um reaquecimento do sistema financeiro e, a capacidade de solvência da dívida pública à medida que a economia for crescendo. Quanto a este último aspecto, evidenciou-se as limitações impostas pela taxa de juros internacional e o nível mínimo de 3% de superávit primário necessário.

Katz (2007: 1) nos mostra que o rompimento do modelo de conversibilidade acarretou em uma transferência de poder entre os grupos de capital concentrado, do financeiro para o industrial. De fato, o governo agiu ativamente distribuindo perdas e ganhos da crise e priorizou a elite industrial em relação à classe trabalhadora. Entretanto, não podemos desconsiderar o sucesso do crescimento e a recomposição do nível de vida da população, mesmo que incompleta. Salientamos também que embora a distribuição de renda não seja a primeira preocupação do governo, não nos esqueçamos que esta costuma ocorrer em contextos de crescimento econômico. Deste modo, uma economia que recuperou-se de uma crise de tamanhas proporções e hoje apresenta um crescimento de aproximadamente 8,5% a.a., superávits gêmeos, um elevado nível de reservas internacionais e um superávit no balanço de pagamentos apresenta indícios de sustentabilidade futura apesar dos possíveis desafios.

## **6. Referências Bibliográficas**

CAMARA, M; SALAMA, P. A inserção dos Países em Desenvolvimento na Mundialização Financeira. In: CHESNAIS, F. *A Finança Mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, conseqüências*. São Paulo: Boitempo, 2005.

CHESNAIS, F; O Capital Portador de Juros: Acumulação, Internacionalização, Efeitos Econômicos e Políticos. In: \_\_\_\_\_. *A Finança Mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, conseqüências*. São Paulo: Boitempo, 2005.

DAMILL, M; FRENKEL, R. *El mercado de Trabajo Argentino en la Globalización Financiera*. Revista de la CEPAL 88. Abril 2006.

DAMILL, M; FANELLIJ; FRENKEL, R; *Shock Externo y Desequilibrio Fiscal. La Macroeconomía de América Latina en los Ochenta*. Los Casos de Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Chile e México. Santiago, Cepal, 1994.

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

FORBES, K; Argentina's Latest Tango. World Economic Forum in Davos, Davos, Suíça, 2005. Disponível em: <http://www.whitehouse.gov/cea/argentina-wef-comments-20050127.html>. Acesso em 25/03/2007: 18:00h.

FRENKEL, R; RAPETTI, M. *Monetary and Exchange Rate Policies in Argentina After the Convertibility Regime Collapse*. CEDES, Buenos Aires. January 2006.

GIGLIANI, G. La Ogerta de Dinero. Décimas Jornadas de Economía Monetaria e Internacional. La Plata, Mayo 2005.

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

INDEC. [www.indec.gov.ar](http://www.indec.gov.ar). Acesso em 25/02/07: 15:37h.

INFORME ECONÔMICO. *La Economía Argentina al Tercer Trimestre de 2006*. Ministerio de La Economía.

KATZ, C; El Curso Neo-desarrollista. Parte 1. Especial para Argenpress. Feb. 2007. Disponible em: <http://www.argenpress.info/nota.asp?num=039489&Parte=1>. Acesso: 25/03/2007 às 04:41.

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

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

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

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

SICSÚ, J. Políticas não monetárias de controle da inflação: uma proposta pós-keynesiana. *Revista Análise Econômica*, ano 21, n. 39. Rio de Janeiro, Maio 2002.

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

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

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

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

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

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

TEIJEIRO, M; El problema fue esencialmente fiscal. CEP – Centro de Estudios Públicos. Buenos Aires, Septiembre, 2002. Disponible en:  
<http://www.cep.org.ar/articulo.php?ids=114>. Acceso en 25/03/2007: 18:05h.

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