



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SOCIOECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Nazarena Piaggio

As ideias de dolarização na economia Argentina:
análise a partir da perspectiva das experiências recentes do país e o debate sobre
os riscos de perda de autonomia em política monetária

Florianópolis
2024

Nazarena Piaggio

As ideias de dolarização na economia Argentina:

análise a partir da perspectiva das experiências recentes do país e o debate sobre os riscos de perda de autonomia em política monetária

Trabalho de Conclusão de Curso submetido ao curso de Ciências Econômicas do Centro Socioeconômico da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Daniel de Santana Vasconcelos

Florianópolis

2024

Ficha catalográfica gerada por meio de sistema automatizado gerenciado pela BU/UFSC.
Dados inseridos pelo próprio autor.

Piaggio, Nazarena

As ideias de dolarização na economia Argentina: : uma análise a partir da perspectiva das experiências recentes do país e o debate sobre os riscos de perda de autonomia em política monetária. / Nazarena Piaggio ; orientador, Daniel Vasconcelos, 2024.

83 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro
Socioeconômico, Graduação em Ciências Econômicas,
Florianópolis, 2024.

Inclui referências.

1. Ciências Econômicas. 2. Dolarização da economia argentina. 3. política monetária. I. Vasconcelos, Daniel. II. Universidade Federal de Santa Catarina. Graduação em Ciências Econômicas. III. Título.

Nazarena Piaggio

As ideias de dolarização na economia Argentina:

análise a partir da perspectiva das experiências recentes do país e o debate sobre os riscos de perda de autonomia em política monetária

Florianópolis, 03 de dezembro de 2024.

O presente Trabalho de Conclusão de Curso foi avaliado e aprovado pela banca examinadora composta pelos seguintes membros:

Prof. Daniel de Santana Vasconcelos, Dr.
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof.(a), Eva Yamila Amanda da Silva Catela Dra.
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Fábio Pádua dos Santos, Dr.
Universidade Federal de Santa Catarina

Certifico que esta é a **versão original e final** do Trabalho de Conclusão de Curso que foi julgado adequado para obtenção do título de Bacharel em Economia por mim e pelos demais membros da banca examinadora.

Prof. Daniel de Santana Vasconcelos, Dr.
Orientador

Florianópolis
2024

AGRADECIMENTOS

Gostaria de começar expressando minha imensa gratidão à minha mãe, exemplo de determinação, força e carinho nesta vida. Cada passo que dou é tentando te encher de orgulho e honrar o seu amor e esforço. À minha avó materna, que sua doçura e apoio esteve presente desde que tenho memória.

Aos meus irmãos, como irmã mais velha, espero ser um exemplo de estudo e dedicação. Desejo que vocês se nutram de conhecimento em seus campos escolhidos e desfrutem dessa jornada tanto quanto eu.

Ao Brasil, que me acolheu e me deu a oportunidade de viver uma experiência única, tanto na vida acadêmica quanto pessoal. Aos meus amigos brasileiros, que, ao longo desses quatro anos, se tornaram parte importante da minha jornada. Eles me fizeram sentir em casa, e a Ilha se tornou um lugar que agora posso chamar de lar.

À minha querida Argentina, cujas cores da sua bandeira levo em mim, representando minhas raízes, no sotaque castelhano, no amor pelo realismo mágico latino-americano que me convida a sonhar desde pequena, na poesia e no mar que habitam meu ser. Agradeço aos meus amigos e familiares, que, mesmo à distância, sempre me apoiaram.

Por fim, ao meu orientador, que, com sua dedicação e conhecimento, me fez enxergar a macroeconomia de uma forma ainda mais fascinante. Foi uma grande honra ser sua aluna, monitora e, hoje, sua orientanda. Agradeço por acreditar em mim, por confiar no meu trabalho e por me guiar com paciência e sabedoria, sempre disposto a compartilhar seu conhecimento.

A todos que contribuíram, direta ou indiretamente, para a realização deste trabalho, meu muito obrigada.

“Los hermanos sean unidos, porque esa es la ley primera:
tengan unión verdadera en cualquier tiempo que sea, porque si
entre ellos pelean los devoran los de afuera.”

(Hernández, [1872]).

RESUMO

A proposta de dolarização da economia argentina, reacesa pelo governo de Javier Milei, é analisada neste trabalho a partir de uma perspectiva crítica, com ênfase nos riscos e desafios dessa política. O estudo revisita a experiência peso-dólar implementada durante o governo Menem nos anos 1990, explorando suas implicações econômicas e sociais, além de investigar os fundamentos teóricos e experiências históricas de dolarização. Os principais riscos analisados incluem a perda de autonomia da política monetária, a limitação da capacidade de resposta a choques econômicos e crises sociais, e os possíveis impactos sobre a competitividade internacional da Argentina. Este trabalho busca contribuir para o entendimento das dinâmicas econômicas e o histórico recente da economia do país, analisando a viabilidade e as possíveis consequências de uma política de dolarização em um contexto de instabilidade econômica. A experiência argentina com o padrão peso-dólar parece indicar que os custos e os riscos potenciais de um processo de dolarização não compensam os ganhos alegados.

Palavras-chave: dolarização; política monetária; economia Argentina; Javier Milei; perda de autonomia; crise econômica; Peso-Dólar.

ABSTRACT

The proposal to dollarize Argentina's economy, reignited by Javier Milei's government, is critically analyzed in this study with a focus on the risks and challenges associated with such a policy. The research revisits the peso-dollar experience implemented during Menem's administration in the 1990s, exploring its economic and social implications. It also investigates the theoretical foundations and historical experiences of dollarization. The key risks examined include the loss of monetary policy autonomy, the reduced ability to respond to economic shocks and social crises, and potential impacts on Argentina's international competitiveness. This study aims to contribute to a better understanding of the country's economic dynamics and recent history by analyzing the feasibility and possible consequences of a dollarization policy in the context of economic instability. Argentina's experience with the peso-dollar regime suggests that the potential costs and risks of a dollarization process outweigh its purported benefits.

Keywords: dollarization; monetary policy; Argentine economy; Javier Milei; loss of autonomy; economic crisis; Peso-Dollar.

RESUMEN

La propuesta de dolarizar la economía argentina, reavivada por el gobierno de Javier Milei, es analizada en este estudio desde una perspectiva crítica, con énfasis en los riesgos y desafíos asociados a dicha política. La investigación revisa la experiencia del régimen peso-dólar implementado durante el gobierno de Menem en la década de 1990, explorando sus implicancias económicas y sociales. Además, investiga los fundamentos teóricos y las experiencias históricas de dolarización. Entre los principales riesgos analizados se incluyen la pérdida de autonomía de la política monetaria, la reducción de la capacidad para responder a choques económicos y crisis sociales, y los posibles impactos en la competitividad internacional de Argentina. Este estudio busca contribuir a una mejor comprensión de las dinámicas económicas del país y de su historia reciente, al analizar la viabilidad y las posibles consecuencias de una política de dolarización en un contexto de inestabilidad económica. La experiencia argentina con el régimen peso-dólar sugiere que los costos y riesgos potenciales de un proceso de dolarización superan los beneficios alegados.

Palabras clave: dolarización; política monetaria; economía Argentina; Javier Milei; pérdida de autonomía; crisis económica; Peso-Dólar.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Inflação anual 1976-1987 (dez. a dez.).....	27
Gráfico 2 – Taxas de inflação anual (IPC).....	37
Gráfico 3 – Taxas de crescimento anual	38
Gráfico 4 – Dívida pública em milhões de dólares por ano	39
Gráfico 5 – Taxa de desocupação	41
Gráfico 6 – Inflação, deflator do PIB (%) anual.....	66
Gráfico 7 – Crescimento do PIB per capita (% anual)	67
Gráfico 8 – Dívida bruta por moeda em percentual do PIB	67

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AFJP	Administradora de Fondos e Aposentadorias e Pensões
ANSES	Administração Nacional da Segurança Social
BC	Banco Central
BCRA	Banco Central da República Argentina
BID	Banco Interamericano de Desenvolvimento
CC	Caixa de Conversão
DA	Demanda agregada
EMAE	Estimador Mensal da Atividade Econômica
EUA	Estados Unidos da América
FIDE	Fundación de Investigaciones para el Desarrollo
FMI	Fundo Monetário Internacional
INDEC	Instituto Nacional de Estadística y Censos
ITCRM	Índice de Taxa de Câmbio Real
IVA	Imposto sobre o valor agregado
PIB	Produto interno bruto
YPF	Yacimientos Petrolíferos Argentinos

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
1.1	DELIMITAÇÃO DO TEMA	14
1.2	PROBLEMA DA PESQUISA.....	14
1.3	HIPÓTESE	15
1.4	OBJETIVOS	15
1.4.1	Objetivo geral	15
1.4.2	Objetivos específicos	15
1.5	JUSTIFICATIVA	15
1.6	METODOLOGIA	16
2	FUNDAMENTOS TEÓRICOS DA DOLARIZAÇÃO	18
2.1	CONCEITO DE DOLARIZAÇÃO	18
2.2	HISTÓRICO DE DOLARIZAÇÃO EM ECONOMIAS LATINOAMERICANAS	20
2.2.1	Panamá	20
2.2.2	El Salvador	21
2.2.3	Equador	22
2.2.4	Síntese	23
3	O EXPERIMENTO ARGENTINO COM O PESO-DÓLAR	25
3.1	CONTEXTO HISTÓRICO DO PERÍODO MENEM-CAVALLO	25
3.1.1	O Plano Austral	25
3.1.2	O Governo Menem	28
3.2	IMPLEMENTAÇÃO DO PESO-DÓLAR	32
3.3	OS PROBLEMAS DO PESO-DÓLAR.....	36
3.4	RESULTADOS ECONÔMICOS E SOCIAIS DO PLANO CAVALLO.....	37
4	UMA ANÁLISE DA DOLARIZAÇÃO	46
4.1	VANTAGENS E DESVANTAGENS DA DOLARIZAÇÃO	47
4.1.1	Perda da autonomia da política monetária	52
5	SITUAÇÃO ATUAL DA ARGENTINA	56
5.1	CONTEXTO ECONÔMICO E SOCIAL DA ARGENTINA PÓS-PLANO CAVALLO ATÉ A ATUALIDADE (2000-2024).....	56
5.1.1	Contexto econômico e social da Argentina 2000 - 2010	56
5.1.2	Contexto econômico e social da Argentina 2010 - 2022	60

5.1.3	Contexto econômico e social da Argentina durante o governo de Milei	
	68
6	CONCLUSÃO	76
	REFERÊNCIAS	78

1 INTRODUÇÃO

A possível dolarização da economia argentina, que foi uma das propostas de política econômica defendidas pelo novo presidente do país, Javier Milei, emerge como um fenômeno de profundo impacto potencial não apenas nas fronteiras do país, mas também no contexto da economia global. Este processo, caracterizado pela adoção do dólar americano como moeda oficial ou pela influência significativa desta moeda na estrutura monetária e financeira nacional, transcende as questões puramente econômicas, adentrando os campos da política, da soberania monetária, da estratégia financeira e do desenvolvimento econômico. Além disso, o país já teve um histórico de adoção indireta da moeda norte-americana, nos anos 1990 pelo que a proposta do presidente Milei remonta a debates e análises de décadas anteriores, e continua a ser um tema relevante e controverso, especialmente em um contexto de crises econômicas recorrentes.

No epicentro das discussões sobre a dolarização está a busca pela estabilidade econômica. Para a Argentina, uma nação marcada por períodos de instabilidade e crises financeiras, a dolarização tem sido apresentada como uma estratégia para conter a inflação, estabilizar os mercados financeiros e atrair investimentos estrangeiros. No entanto, essa aparente panaceia econômica não vem sem custos e desafios significativos (Guidotti; Powell, 2003).

Ademais, seria o primeiro caso de uma economia de porte médio em abrir mão de sua moeda em favor de outro, sem ser o caso de uma união aduaneira.

A perda da autonomia da política monetária figura como um dos principais dilemas enfrentados pela Argentina, ao cogitar adotar a dolarização. A incapacidade de ajustar a política monetária de acordo com as necessidades internas da economia pode limitar a capacidade de resposta a choques econômicos e sociais. Além disso, a forte vinculação à moeda americana pode gerar desafios na competitividade das exportações argentinas, afetando a balança comercial e a capacidade de inserção global do país (Fanelli; Heymann; Ramos, 2002).

Neste contexto, a análise crítica de uma possível dolarização da economia argentina torna-se não apenas relevante, mas essencial para compreender as dinâmicas econômicas, os riscos inerentes e as estratégias de mitigação de danos potenciais. Este trabalho se propõe a adentrar nesse debate, explorando os fundamentos, as implicações e as alternativas relacionadas à política monetária e

cambial da Argentina, contribuindo assim para um entendimento mais abrangente e informado dessa complexa realidade econômica.

Além disso, ao analisar as implicações da dolarização nos setores econômicos e na sociedade argentina em geral, espera-se contribuir para um entendimento mais informado e embasado das dinâmicas econômicas do país.

Contudo, é importante destacar que a Argentina, enquanto economia emergente, está inserida em um contexto internacional no qual as dinâmicas macroeconômicas globais desempenham um papel significativo no impacto e na eficácia das políticas econômicas domésticas. As instabilidades e os ciclos econômicos globais podem tanto agravar quanto mitigar os efeitos das escolhas políticas e monetárias argentinas. No entanto, este trabalho opta por delimitar o foco exclusivamente na análise da política monetária e cambial interna da Argentina, sem aprofundar-se nos efeitos diretos das variáveis macroeconômicas internacionais, visando proporcionar um escopo mais claro e objetivo ao tema.

1.1 DELIMITAÇÃO DO TEMA

Este trabalho foca na análise crítica da dolarização da economia argentina, delimitando-se a investigar a década dos 90s até os dias atuais. A pesquisa não se restringe a um setor econômico específico, mas busca compreender os riscos e desafios da perda da política monetária em diversos segmentos da economia argentina.

1.2 PROBLEMA DA PESQUISA

Este estudo tem como objetivo analisar os riscos e desafios enfrentados pela economia argentina no caso da adoção de uma dolarização, nos termos propostos pelo presidente, especialmente no que diz respeito à perda da autonomia da política monetária. Busca-se compreender como essa política impacta diferentes aspectos da economia, com interesse especial na ideia de controle da inflação e na estabilidade macroeconômica do país.

1.3 HIPÓTESE

Esta pesquisa visa investigar como a dolarização da economia argentina, ao comprometer a autonomia da política monetária, pode gerar vulnerabilidades econômicas que afetam negativamente a economia do país. Essas vulnerabilidades podem se manifestar em dificuldades para ajustar a política monetária de acordo com as necessidades internas da economia, resultando em desafios para manter a estabilidade econômica.

1.4 OBJETIVOS

1.4.1 Objetivo geral

Analisar os riscos e desafios da dolarização da economia argentina, especialmente em relação à perda da autonomia da política monetária, incluindo uma análise que recupera a experiência passada da dolarização parcial durante o período Menem.

1.4.2 Objetivos específicos

- a) Estudar o experimento argentino com o peso-dolar, do período Menem-Cavallo;
- b) Investigar os fundamentos teóricos e práticos da dolarização da economia argentina, incluindo sua evolução histórica e os motivos que levaram à adoção dessa política monetária;
- c) Analisar os principais riscos associados à dolarização;
- d) Analisar os possíveis impactos da dolarização no controle da inflação e na estabilidade macroeconômica;

1.5 JUSTIFICATIVA

A dolarização da economia argentina representa um fenômeno de extrema relevância não apenas para a Argentina, mas também para a comunidade econômica

e parceiros comerciais do país. Esta política monetária suscita questões fundamentais que demandam uma análise crítica e aprofundada.

Primeiramente, a Argentina, historicamente marcada por períodos de instabilidade econômica e crises financeiras, enfrenta desafios significativos ao adotar a dolarização como estratégia para conter a inflação, estabilizar os mercados financeiros e atrair investimentos estrangeiros. Além disso, dada a experiência histórica do país, se reconhece que durante o período do Plano Cavallo, o país viveu uma aparente estabilidade e tranquilidade, baseada na âncora cambial do dólar para o peso argentino. Essa experiência histórica é importante para entender a atual proposta de dolarização, que surge de forma mais radical no contexto da chegada de Milei ao poder e da crise econômica que persiste desde o fim do Plano Cavallo. Nesse contexto, é essencial compreender os riscos e as implicações dessa política monetária para a economia argentina, especialmente no que diz respeito à perda da autonomia da política monetária e aos impactos nas condições macroeconômicas do país.

Além disso, a dolarização da economia argentina também apresenta implicações mais amplas e complexas, como a influência na balança comercial, a capacidade de inserção global do país e a estabilidade macroeconômica. Esses aspectos têm repercussões não apenas para os agentes econômicos e as instituições financeiras argentinas, mas também para o cenário econômico regional e internacional.

Portanto, este trabalho se justifica pela necessidade de contribuir com as análises dos riscos e desafios da dolarização da economia argentina. Isso será feito recuperando as definições e debates em torno de processos de dolarização de economias nacionais, situando historicamente as propostas e experiências passadas como o Plano Cavallo, na busca de um entendimento mais abrangente e informado dessa complexa realidade econômica. Ao explorar os fundamentos, os impactos e as alternativas relacionadas à dolarização, espera-se oferecer insights valiosos para formuladores de políticas, agentes econômicos e a sociedade em geral, promovendo assim um debate enriquecedor sobre o tema.

1.6 METODOLOGIA

Ao longo da história, a busca por respostas para as questões complexas que nos cercam sempre foi um motor fundamental do pensamento. Essa busca incessante

deu origem à ciência, que Mario Bunge (2009) define como um corpo de conhecimentos organizados, sistematizados e refutáveis, adquiridos através da investigação metódica e comprovados por meio da experimentação. A ciência, como uma bússola que nos direciona na jornada do conhecimento, nos fornece as ferramentas e os métodos necessários para desvendar os mistérios do universo e construir conhecimentos confiáveis.

Na economia, a ciência fornece a base necessária para a investigação rigorosa e sistemática. Joseph Stiglitz (2011) define a ciência como um processo sistemático de investigação que busca gerar conhecimento através da coleta, análise e interpretação de dados. Através do método científico, os economistas podem formular hipóteses, coletar dados relevantes, analisá-los de forma crítica e rigorosa e, finalmente, interpretar os resultados para construir conhecimentos válidos e confiáveis. A economia, como uma ciência social, apresenta algumas particularidades que a distinguem das ciências naturais. Em primeiro lugar, os fenômenos econômicos são complexos e multifacetados, sendo influenciados por fatores sociais, políticos, culturais e institucionais. Em segundo lugar, a economia lida com comportamentos humanos, que são imprevisíveis e dinâmicos (Yin, 2016).

O estudo pode ser quantitativo ou qualitativo. Para este trabalho, será utilizada a análise qualitativa, baseada na compreensão profunda dos significados, comportamentos e motivações dos indivíduos e grupos sociais (Denzin; Lincoln, 2006).

Nas Ciências Econômicas, a pesquisa qualitativa se torna crucial para compreender as dinâmicas sociais, culturais e políticas que influenciam os fenômenos econômicos. Ela permite ir além dos números e estatísticas, desvendando as percepções, crenças e valores dos agentes econômicos, como consumidores, empresas e governos (Yin, 2016).

A fim de estabelecer os limites do trabalho, a análise será feita para a Argentina na década dos 90s até os dias atuais. Serão utilizados como fontes documentos oficiais do governo argentino, relatórios de instituições financeiras nacionais e internacionais, como o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional (FMI), além de estudos sobre o período Menem e suas políticas monetárias. Essa literatura, que descreve e analisa a experiência argentina com a dolarização, focando especialmente no período Menem-Cavallo, proporcionarão uma visão ampla das decisões políticas e econômicas tomadas, bem como de seus impactos a curto e longo prazo.

2 FUNDAMENTOS TEÓRICOS DA DOLARIZAÇÃO

A dolarização tem sido amplamente discutida no âmbito da economia internacional, especialmente em contextos de instabilidade econômica. Neste capítulo, analisaremos detalhadamente o conceito de dolarização, desde suas características essenciais até os diferentes tipos de implementação em economias nacionais. A dolarização, que ocorre quando um país adota formal ou informalmente uma moeda estrangeira, geralmente o dólar americano, pode ser uma resposta à inflação crônica ou à falta de confiança na moeda local. O tema, contudo, é controverso, pois envolve implicações profundas sobre a autonomia monetária, a política econômica e a soberania de uma nação.

Além de explorar os aspectos teóricos que embasam a dolarização, este capítulo examinará o histórico de sua adoção em economias latino-americanas, onde países como Panamá, El Salvador e Equador utilizaram esse mecanismo como parte de suas estratégias econômicas. Por fim, abordaremos as vantagens e desvantagens desse processo, analisando o que a teoria e a experiência prática sugerem sobre sua viabilidade e seus riscos. Este capítulo será dividido em seções que apresentaram a fundamentação conceitual e o panorama histórico da dolarização, fornecendo uma base sólida para os estudos que virão nas análises subsequentes deste trabalho.

2.1 CONCEITO DE DOLARIZAÇÃO

O conceito de dolarização, conforme descrito por Herrera e Caballero (2002), refere-se ao processo em que uma moeda estrangeira substitui fisicamente a moeda doméstica. Esse fenômeno é um exemplo específico de substituição da moeda local pelo dólar americano, onde o dólar assume as funções que anteriormente eram desempenhadas pela moeda local. Esse processo pode ocorrer de maneira formal, onde a moeda estrangeira é declarada como de curso legal pelo governo, ou informalmente, quando a população e as empresas começam a utilizar a moeda estrangeira espontaneamente devido à falta de confiança na moeda local (Levy Yeyati; Sturzenegger, 2003).

O processo de dolarização se apresenta em três modalidades principais: não oficial, semioficial e oficial (de jure). Uma economia não é oficialmente dolarizada quando uma moeda estrangeira desempenha as funções da moeda nacional, ou seja

reserva de valor, meio de troca e unidade de conta, sem que essa moeda seja oficialmente considerada de curso legal. A dolarização extraoficial pode incluir a manutenção dos seguintes ativos: bônus estrangeiros e outros ativos não monetários, geralmente no exterior; depósitos em moeda estrangeira no exterior; depósitos em moeda estrangeira no sistema bancário doméstico; cédulas estrangeiras (Rodríguez, 2000).

A literatura econômica identifica três etapas nessa modalidade de dolarização. Na primeira etapa, ocorre uma "substituição de ativos", em que as pessoas mantêm bônus e depósitos no exterior e/ou dinheiro em espécie (em moeda estrangeira) guardado como uma forma de preservar seu valor, protegendo-se assim contra a perda de riqueza através da inflação da moeda doméstica ou através da confiscação realizada por alguns países. Na segunda etapa, conhecida como "substituição monetária", as pessoas mantêm grandes quantias de moedas estrangeiras depositadas no sistema bancário doméstico, quando permitido, como reserva de valor e utilizam cédulas estrangeiras como meio de troca, mesmo que a moeda estrangeira não seja de curso legal. Por fim, na última fase da dolarização parcial, as pessoas pensam em termos de moeda estrangeira, e os preços em moeda doméstica são indexados ao câmbio (Cruz, 2005).

A segunda modalidade de dolarização é conhecida como a dolarização semioficial, que ocorre quando a moeda estrangeira é de curso legal e pode dominar os depósitos bancários, mas desempenha um papel secundário em relação à moeda doméstica no pagamento de salários, impostos, obrigações internas do governo e transações do dia a dia. Esse tipo de dolarização está acompanhada de variáveis e decisões não governamentais (Rodríguez, 2000).

A dolarização de jure (dolarização oficial ou total) ocorre por decisão governamental, como uma medida de política econômica, situação em que um país abandona sua própria moeda e adota a moeda de outro país. A moeda estrangeira tem o exclusivo status de curso legal, sendo utilizada tanto para contratos entre partes privadas quanto para pagamentos do governo. A dolarização de jure pode ocorrer de três formas diferentes: unilateral, bilateral e união monetária (Cruz, 2005). A dolarização unilateral ocorre quando um país decide adotar a moeda de outro país sem um acordo formal ou informal de aprovação do país que emite a moeda adotada ela não requer a aprovação do governo dos Estados Unidos da América (EUA) nem a participação do Federal Reserve, podendo ser implementada imediatamente, sem

a necessidade de negociação com o governo que emite a moeda (Hanke; Schuler, 1999). Por outro lado, a dolarização bilateral implica um acordo formal entre dois países para adotar a moeda de um deles como moeda única para ambos, especificando as condições e o alcance da adoção (Cruz, 2005).

Por último, a dolarização oficial pode ser manifestada como a união monetária, quando requer o desenvolvimento de um marco institucional e a criação de um banco central (BC) ou a incorporação de membros do país oficialmente dolarizado no comitê ou junta monetária do BC do país cuja moeda foi adotada (Cruz, 2005).

2.2 HISTÓRICO DE DOLARIZAÇÃO EM ECONOMIAS LATINOAMERICANAS

Cabe destacar que a dolarização, enquanto regime monetário extremo, não se restringe à experiência argentina. Ao longo da história da América Latina, diversos países experimentaram diferentes formas de dolarização, com motivações e resultados variados. As crises econômicas, a inflação e as “décadas perdidas” têm sido comuns nos países latinos no passado, e ainda persistem em muitos países, impactando negativamente as moedas locais (Quishpe Caizaguano, 2020). A seguir, temos um relato sucinto das experiências de dolarização ocorridas em economias latinoamericanas ao longo do século XX.

2.2.1 Panamá

O Panamá, embora seja um país pequeno, também em termos de território, pela sua localização torna-se uma economia estrategicamente importante, pois está situada na extremidade do "istmo mesoamericano", conectando os extremos do continente americano (Von Hesse; Zavaleta, 2018). Trata-se do único país que tem utilizado uma moeda estrangeira — o dólar dos EUA — como moeda de curso legal, sendo um país que mantém estreitas relações históricas, políticas e econômicas com os EUA (Borensztein; Berg, 2001). De acordo com Gordón Canto (2023), Decano da Faculdade de Economia da Universidade do Panamá, foi o primeiro país da América Latina a dolarizar sua economia, através de um Acordo Monetário com os EUA em 1904, poucos meses após sua independência da Colômbia e após Washington ter assumido formalmente o controle do Canal do Panamá. Sendo assim, foi uma situação muito diferente da ocorrida em outros países da latinoamérica, porque o

Panamá já começou com o dólar em circulação¹. Com o maior investimento do mundo na época, realizado pelos norte-americanos, em um país tão pequeno, o dólar passou a circular de forma imediata e em grandes quantidades.

O nível de renda per capita do país está entre os mais elevados da região latinoamericana e, por ser uma economia dolarizada, isso traz implicações tanto políticas quanto econômicas, e o único instrumento macroeconômico disponível é a política fiscal. Conforme afirma Chapman:

A política fiscal panamenha tende a ser pró-cíclica, pois, quando a atividade econômica desacelera ou, pior ainda, se contrai, as receitas tributárias também diminuem, assim como os gastos, acentuando a contração econômica. Por dispor de poucos instrumentos macroeconômicos, o Panamá precisa necessariamente contar com um fundo de poupança para enfrentar os desafios de curto prazo. (Chapman, 2017).

2.2.2 El Salvador

Em 2001 El Salvador implementou a dolarização oficial. Diferente de outras economias, no período da tomada desta decisão o país encontrava-se em um contexto de estabilidade econômica, com qualificações creditícias favoráveis. O país buscava estabilizar a moeda, diminuir as taxas de juros e atrair investimentos estrangeiros (Quishpe Caizaguano, 2020).

Quando a economia salvadorenha foi dolarizada, as taxas de juros hipotecárias caíram de mais de 25% para 6,5%, e os prazos de vencimento aumentaram de 5 para 25-30 anos. Todas as outras taxas de juros também caíram de maneira similar, mantendo-se nesses níveis por 22 anos (Hinds, 2023).

Ao adotar o regime de dolarização, El Salvador tomou uma medida antecipatória das tendências de longo prazo da integração econômica global, que provavelmente levarão à eliminação de muitos sistemas monetários nacionais em favor de duas ou três grandes moedas internacionais. Existe uma tendência clara de internacionalização e deslocamento dos sinais monetários locais, tanto em transações internacionais quanto no âmbito interno dos países. No entanto, há o risco de que essa iniciativa seja prematura já que o entusiasmo dos outros países centro-americanos para se

¹ O Panamá é único dos países, fora dos Estados Unidos, que adotou o dólar americano não devido a questões de credibilidade monetária, mas como resultado de seu processo de independência da Colômbia em 1904, que incluiu o abandono do peso colombiano como moeda oficial. Em razão das dinâmicas comerciais desenvolvidas com os EUA, por causa do Canal do Panamá, o dólar americano foi uma escolha monetária com ingredientes diferentes daqueles que outros países em geral levam em conta.

unir a um projeto de tal magnitude e consequências parece distante de se concretizar na realidade (Ibarra *et al.*, 2004, p. 87).

Além disso, El Salvador possui certas condições favoráveis para formar uma área de integração monetária com os EUA que outros países como a Argentina não têm. Trata-se de uma economia pequena e aberta, com exportações e importações representando cerca de 60% do produto interno bruto (PIB), e realiza um comércio significativo com os EUA (56% das exportações e 46% das importações). A mobilidade de mão de obra para os EUA é alta, com cerca de um quarto da população salvadorenha vivendo lá, tal migração gera fluxos de remessas que desempenham um papel fundamental na economia, influenciando na demanda agregada (DA). Esse intercâmbio aumentou na década de 1990. Desta forma, qualquer processo de dolarização requer um mínimo de condições macroeconômicas, estabilidade financeira e reservas internacionais para maximizar o sucesso da adoção dessa medida. É necessário reforçar a disciplina fiscal para evitar pressões sobre os preços e o setor externo, e a produção local deve aumentar sua competitividade para evitar a acumulação de déficits comerciais ou o esgotamento das reservas internacionais (Ibarra *et al.*, 2004).

2.2.3 Equador

Nos anos 2000, a partir da crise econômica dos anos de 1998 e 1999, o Governo Equatoriano de Jamil Mahuad implantou oficialmente a dolarização, substituindo sua própria moeda, o Sucre, e adotando o dólar americano. De acordo com o ex-presidente, a medida foi tomada contra a opinião do FMI e do BC, no momento em que obteve a maioria no Congresso, que inicialmente havia se oposto. O Equador possuía naquele período uma economia pequena e aberta, com um BC com pouca credibilidade e desempenho econômico visivelmente deteriorado depois de 1997. A crise econômica abarcava juntamente com fatores como instabilidade política, desastres naturais, dependência elevada das exportações e alto grau de dolarização financeira (Onur Tas; Togay, 2014).

Sob a perspectiva dos resultados, a substituição da moeda foi positiva e teve efeitos estabilizadores para o país, considerando o ambiente social tão convulsionado no final da década de 1990. No entanto, no âmbito acadêmico há carência de pesquisas que atribuem uma relação de causa e efeito entre dolarização e

estabilidade ou crescimento econômico posterior à dolarização. Essa relação só é observada no caso da inflação. Além disso, a revisão da literatura econômica e dos estudos empíricos de outras economias mostra que havia alternativas menos radicais que provavelmente teriam proporcionado resultados semelhantes (Martínez Torres, 2020).

Em termos estatísticos, houve uma estabilização do Índice de Taxa de Câmbio Real (ITCRM). Após a dolarização a inflação foi eliminada de forma permanente e o crescimento econômico foi consolidado. No entanto, isso não foi um fenômeno exclusivo do Equador, pois a maioria dos países latino-americanos também apresentou diferenças estatisticamente significativas em suas taxas de crescimento do PIB e inflação, ou mudanças estruturais com resultados positivos no período dos anos 2000. Finalmente, o ITCRM, a nível latino-americano, não foi tão estável quanto o do Equador; no entanto, quando o contexto mundial mudou em 2015, o Equador ficou sem a flexibilidade que outros países tinham. Apesar disso, é inegável que o catalisador para a melhoria dos indicadores macroeconômicos do país foi a substituição da moeda, mesmo existindo fatores regionais que ajudaram a alcançar as mudanças estruturais (Martínez Torres, 2020).

2.2.4 Síntese

Analisar essas experiências é fundamental para compreender os riscos e benefícios da dolarização e para avaliar a viabilidade dessa estratégia no contexto econômico atual da Argentina. Dessa forma, a análise histórica e teórica da dolarização pode oferecer insights valiosos para a formulação de políticas econômicas mais equilibradas e resilientes, contribuindo para um debate mais informado e para a construção de soluções que atendam às necessidades específicas do país.

Os países latinos que implementaram a dolarização no passado, seja de maneira formal ou informal, foram motivados por crises cambiais, hiperinflação e instabilidade fiscal, tendo como objetivos o controle da inflação, a restauração da confiança e a atração de investimentos estrangeiros (Quishpe Caizaguano, 2020). Esses exemplos demonstram que a dolarização pode proporcionar uma estabilidade inicial, mas também vem acompanhada de desafios significativos, como a perda da autonomia monetária e a exposição a choques externos. Além disso, os três países

listados não possuíam a dimensão populacional, territorial e econômica de um país como a Argentina.

3 O EXPERIMENTO ARGENTINO COM O PESO-DÓLAR

A estabilização econômica e a busca por um crescimento sustentável são desafios persistentes para muitos países em desenvolvimento. A Argentina experimentou diversas estratégias para alcançar esses objetivos, sendo uma das mais marcantes a adoção da paridade fixa entre o peso argentino e o dólar americano, conhecida como "Peso-Dólar", nos anos 1990.

Este capítulo tem como objetivo analisar o experimento argentino com o Peso-Dólar, ocorrido durante o governo de Carlos Menem, tendo como ministro da área econômica Domingo Cavallo, com foco nas implicações macroeconômicas dessa política. Serão abordados os principais aspectos desse período, desde o contexto histórico que o antecedeu até os resultados obtidos em termos de inflação, crescimento econômico, taxa de câmbio e dívida pública.

3.1 CONTEXTO HISTÓRICO DO PERÍODO MENEM-CAVALLO

Para compreender o contexto histórico do Plano Cavallo, implementado na Argentina no início da década de 1990, é essencial primeiro analisar o Plano Austral, uma reforma econômica significativa lançada em junho de 1985, durante o governo de Raúl Alfonsín. Esse plano surgiu como resposta à grave hiperinflação que assolava o país, com o objetivo de frear a escalada de preços, estabilizar a economia e restabelecer a confiança na moeda nacional. A experiência do Plano Austral, com seus sucessos iniciais e suas dificuldades posteriores, permite compreender a complexidade da crise econômica argentina e as razões que levaram à implementação de medidas ainda mais drásticas, como as do Plano Cavallo.

3.1.1 O Plano Austral

O Plano Austral foi caracterizado por uma abordagem heterodoxa, como o congelamento de preços e salários combinando medidas ortodoxas, como a redução do déficit fiscal, somadas a medidas menos convencionais. Essa abordagem buscava combater a inflação em vários níveis. Um dos pilares centrais do plano foi a introdução de uma nova moeda, o Austral, que substituiu o peso como parte de uma estratégia para combater a inflação. Além disso, o congelamento simultâneo de preços e salários

buscava interromper a inércia inflacionária ao eliminar a expectativa de aumentos futuros. As tarifas públicas também foram congeladas inicialmente. A Argentina enfrentava altos níveis de despesas públicas, que antes do plano eram financiadas em 80% por meio da emissão de moeda (Pelaez, 1986).

As autoridades decidiram reduzir significativamente o déficit, adotando o aumento da arrecadação tributária como medida principal, buscando acabar com o que era considerado o maior culpado pela inflação, o déficit do governo. Para isso, houve um reajuste de 30% nas tarifas públicas e uma desvalorização cambial com o objetivo de aumentar a arrecadação. Ainda assim, o déficit quase-fiscal², causado pelo apoio financeiro do BC às empresas públicas, permaneceu como um desafio pendente (Pelaez, 1986).

A administração tributária seria aprimorada com o objetivo de reduzir a evasão e o intervalo entre a declaração e o pagamento dos impostos. O imposto sobre a seguridade social foi reintroduzido, e um sistema de poupança compulsória foi implementado para empresas e pessoas de alta renda. Além disso, tributos foram aplicados às exportações, e uma sobretaxa de 10% foi imposta às importações. As tarifas das empresas estatais foram reajustadas significativamente, visando eliminar seu déficit. O plano previa um déficit fiscal máximo de 2,5% do PIB, que seria totalmente financiado por meio de dívida externa. Também foi decretado o congelamento indefinido de preços e salários, e o câmbio foi fixado. Além disso, as taxas mensais de captação e aplicação foram definidas em 4% e 6%, respectivamente, e uma tabela de conversão de pesos argentinos para australes foi criada, garantindo a neutralidade distributiva do plano (Pelaez, 1986).

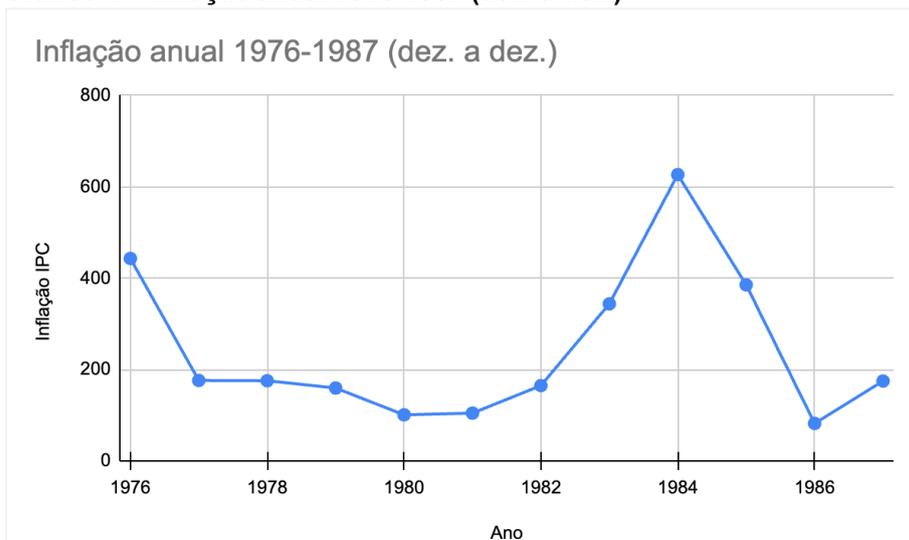
No âmbito monetário, o Austral substituiu o Peso Argentino, estabelecendo uma taxa de câmbio fixa de 1 Austral para 10.000 pesos. A indexação foi eliminada, ou seja, a vinculação de preços e contratos à inflação passada, com o objetivo de interromper a espiral inflacionária. Nos seus primeiros momentos, o Plano Austral teve um impacto positivo na economia. A inflação mensal sofreu uma queda drástica, passando de 30,5% em junho de 1985 para 2% em setembro do mesmo ano. A

² O déficit quase-fiscal é o custo da dívida pública interna líquida menos a renda gerada pelos redescontos. A situação dos numerosos bancos provinciais da Argentina é precária e o governo vê-se forçado a ajudá-los através de redescontos. No início de 1986 o déficit quase-fiscal tinha atingido de 2 a 3% do PIB (Pelaez, 1986, p. 119).

demanda por dinheiro aumentou, e a velocidade de circulação da moeda diminuiu, o que indicava um aumento da confiança no Austral (Pelaez, 1986).

No entanto, a médio prazo, o Plano Austral começou a enfrentar sérias dificuldades. A rigidez do congelamento de preços, a falta de disciplina fiscal a longo prazo e a expansão da base monetária para financiar os déficits reavivaram as pressões inflacionárias. Como consequência, conforme apresentado no Gráfico 1, a inflação ressurgiu, minando a efetividade do plano a longo prazo. Apesar dos esforços iniciais, o Plano Austral não conseguiu resolver os problemas estruturais da economia argentina. A falta de um ajuste fiscal mais profundo e a persistência do déficit quase fiscal contribuíram para o ressurgimento da inflação. O Plano Austral, embora tenha conseguido conter momentaneamente a hiperinflação, não foi capaz de estabelecer as bases para um crescimento econômico sustentável (Pelaez, 1986).

Gráfico 1 – Inflação anual 1976-1987 (dez. a dez.)



Fonte: adaptado de Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC *apud* Lagos; Galetovic, 1989).

Em suma, embora tenha sido notoriamente bem-sucedido no início, o Plano Austral fracassou, pois não conseguiu controlar o déficit fiscal e implementou uma política monetária excessivamente expansiva, mesmo levando em consideração o possível aumento da demanda por saldos reais devido à queda inicial na taxa de inflação esperada. Assim, tanto a fixação do câmbio quanto a dos demais preços tornaram-se claramente insustentáveis a partir do final do ano, o que forçou o abandono dessas medidas a partir de abril de 1986. Desde o lançamento do plano, as medidas adotadas não indicaram claramente que havia ocorrido uma mudança de regime na política econômica. Em particular, não foram introduzidas mudanças

institucionais significativas que garantissem a redução do valor do déficit consolidado a zero. Assim, embora o custo do Plano Austral em termos de queda da produção e aumento da taxa de desemprego tenha sido pequeno, o plano não atingiu seu objetivo de reduzir permanentemente a taxa de inflação (Pelaez, 1986).

No mês anterior ao plano (maio), o prêmio do dólar no mercado paralelo era de 18%, caindo para 8% no mês do anúncio do programa, mas voltando a 17% em julho e mantendo-se em níveis próximos até dezembro. Embora o ano de 1986 tenha mostrado uma trajetória mais oscilante para essa variável, pode-se concluir que, desde o início, o plano não contou com uma base de confiança sólida. As autoridades argentinas tinham concluído que a principal causa da inflação era o componente inercial, o que motivou as medidas de política focadas na fixação de preços e salários como forma de influenciar as expectativas de inflação das pessoas. No entanto, tanto a política fiscal quanto a monetária foram excessivamente expansivas e, portanto, inconsistentes. Embora a inflação possa ter um componente inercial, o que dificulta a estabilização, não é possível detê-la sem atacar suas causas fundamentais, que estão no déficit fiscal financiado pelo BC (Lagos, Galetovic; 1989).

3.1.2 O Governo Menem

Durante o primeiro período de um governo democrático após a ditadura militar argentina (que durou de 1976 a 1983), a administração de Raúl Alfonsín (1983-1989) concentrou seus maiores esforços nas decisões político-institucionais da transição democrática, mas não conseguiu administrar de forma eficaz a transição econômica. Disso resulta que o país caminhou para a hiperinflação, e teve como desfecho a interrupção antecipada do mandato presidencial. O governo de Carlos Menem prontamente colocou o seu foco no combate à crise econômica, com a implementação de uma ampla gama de reformas neoliberais (Castiglioni, 1996).

No final da década de 1980, o processo de acumulação baseado na valorização financeira começou a mostrar sinais de esgotamento. Esse regime de acumulação se caracterizou pela violenta redistribuição de renda contra os assalariados durante a ditadura militar, com o papel do Estado como canalizador de recursos para os setores mais concentrados do capital nacional e estrangeiro, através de subsídios como a promoção industrial, as transferências para o sistema financeiro e o pagamento de

juros aos detentores da dívida externa. Entre 1989 e 1990, assistiu-se à falência do Estado, fato reconhecido por Menem (Castiglioni, 1996).

Através de um conjunto de políticas econômicas que desembocaram no Plano de Convertibilidade, o governo tentou encontrar uma saída para essa situação de falência, com a economia mergulhada em uma brutal crise hiperinflacionária e recessiva, adaptando suas políticas econômicas aos interesses dos credores externos e dos grandes conglomerados locais e estrangeiros. A traumática experiência de hiperinflação e recessão, junto com a deterioração das contas públicas, o elevado endividamento, a diminuição das reservas e a fuga de capitais, persuadiram Menem a abandonar suas promessas eleitorais de aumento salarial e revolução produtiva e a buscar o apoio dos principais agentes econômicos internos e externos. Assim, priorizando o retorno à estabilidade, ocorreu uma virada drástica para um programa econômico neoliberal, que refletia, na visão de Rapoport (2000), os interesses do establishment, ou seja, as grandes empresas nacionais e estrangeiras localizadas na Argentina, a grande banca nacional e os representantes dos credores externos.

A presidência de Carlos Menem reformou a estrutura econômica e social do país. Um dos maiores problemas que o governo de Menem enfrentou após sua eleição foi a inflação galopante herdada do Governo Alfonsín e antecessores, o aumento do déficit fiscal, a deterioração das reservas internacionais e a contínua desvalorização da moeda nacional, que teve como consequência um ambiente de instabilidade macroeconômica. Nos primeiros dois anos, tentou-se controlar essa inflação de diferentes formas. Inicialmente o governo se aliou aos grandes empresários industriais mas não conseguiu disciplinar os grupos não diversificados e os credores, que não conseguiam cobrar seus empréstimos. Posteriormente, buscou-se uma maior autonomia dos grandes grupos de poder, aproximando-se dos setores agroexportadores através de políticas ortodoxas e tentando integrar também os credores externos, prometendo pagar a dívida externa, trocando-a por ativos estatais. No entanto, essa segunda etapa também fracassou, devido à intensa disputa distributiva entre os setores, com a consequente inflação (Fair, 2007).

No final de janeiro de 1991, o descontentamento social causado pela incapacidade de controlar a crescente taxa de inflação levou a popularidade de Menem aos níveis mais baixos da sua presidência. Nesse contexto de conflitos sociais, o presidente reconfigurou seu gabinete, colocando um novo Ministro da Economia, Domingo Cavallo. Aproveitando o alto nível de reservas deixado pelo

ministro anterior, Cavallo elaborou um plano para estabelecer uma paridade cambial legal entre a moeda nacional, o Austral, e o dólar americano. Após a aprovação em ambas as câmaras, em 1º de abril de 1991, entrou em vigor a chamada Lei da Conversibilidade, buscando estabilizar a economia através de uma reforma profunda do sistema monetário (Fair, 2007).

A equipe econômica do Menem tinha duas possíveis trilhas neste cenário. Por um lado a opção de implementar uma flutuação ortodoxa para estabilizar o sistema de preços, acompanhada de uma rígida disciplina fiscal. Por outro lado, havia a proposta de uma abordagem bi-monetária com algum tipo de âncora cambial, que visava proporcionar previsibilidade ao estabelecer uma referência no dólar e impulsionava a ideia de ancorar a moeda. Esta última opção esteve em discussão em todas as equipes econômicas anteriores, e ganhou destaque quando Erman González assumiu o cargo de Ministro de Economia em 1989. Este debate foi retomado em vários momentos de sua gestão como uma forma de acalmar a incerteza causada pelas flutuações do dólar. No entanto, González rejeitou essa medida (Fair, 2007).

Assim, quando Cavallo assumiu, em janeiro de 1991, o dólar tinha um valor médio de 9.000 australes, e seu primeiro desafio foi enfrentar os problemas herdados da gestão de Erman González e o círculo vicioso em que a ortodoxia econômica havia se envolvido, além de atualizar os valores da moeda. Para isso, comprometeu-se a manter uma faixa de flutuação entre os valores de mercado que encontrou ao assumir o cargo, estabelecendo um piso e um teto que seriam defendidos pelo BC para proporcionar previsibilidade (Fair, 2007).

Como primeira medida, implementou um sistema de bandas cambiais em que o BC compraria dólares se o valor caísse abaixo de 8.000 australes e venderia se superasse os 10.000. O objetivo era garantir algum nível de estabilidade e convergência com base no valor do dólar, abordando assim alguns problemas que a gestão anterior teve dificuldade em resolver. Ao fixar um teto para a taxa de câmbio, Cavallo também impediu a perda total da referência, evitando uma espiral de expectativas negativas, e conseguiu conter a corrida contra a moeda sem sacrificar as reservas do BC ou usar o superávit fiscal para sustentar o preço do dólar, acompanhando as flutuações do mercado. Uma vez alcançada uma certa estabilidade dentro dessa faixa cambial, Cavallo decidiu abandonar a ortodoxia ultraliberal que González havia aplicado (Zícarí, 2018).

Cavallo acreditava que o que deveria ser oferecido aos agentes econômicos era previsibilidade, para que todas as variáveis da economia, como as taxas de juros, sistema de preços, nível de investimento, expectativas, etc. pudessem se organizar em torno de uma única referência confiável. Para Cavallo, essa referência deveria ser o dólar americano. Assim, para a nova gestão, construir um novo equilíbrio de preços não deveria depender de uma estratégia de liberdade cambial total, mas sim de uma moderação que reduzisse a incerteza (Zícari, 2018).

De acordo com as palavras do Dr. Domingo Cavallo no Ciclo de Conferências "Los Ministros de Economía de la Democracia" da Universidade Torcuato Di Tella em maio de 2016:

[...] Eu pensei na conversibilidade com respaldo em dólares como uma forma de criar uma moeda argentina que inspirasse confiança e credibilidade e que, eventualmente, pudesse ser a base de uma política monetária nacional... era a moeda (o dólar) que, naquele momento, precisávamos utilizar para dar credibilidade à nossa moeda. Além disso, em relação ao risco de que o dólar se valorizasse demais, eu não via isso como um risco sério porque, na verdade, partíamos de níveis tão baixos de produtividade na nossa economia que minha aposta era que o peso se valorizaria frente ao dólar como uma tendência [...] (Cavallo, 2016).

Embora a situação tenha se acalmado durante seu primeiro mês de gestão, no início de março a moeda novamente se tornou alvo de ataques especulativos e Cavallo teve que sair em público, acusando bancos e multinacionais pela situação. O BC elevou os requisitos de reservas para conter uma nova corrida contra o dólar. Em vez de tentar retroceder e retornar ao esquema de liberalização total da moeda, no qual o controle do dólar seria garantido pelas compras do BC com base na poupança estatal, sem definir piso ou teto, Cavallo optou por uma terceira alternativa: eliminar a faixa cambial e fixando o dólar a um valor único (Zícari, 2018).

A escalada inflacionária de fevereiro e os riscos de aumentar a incerteza levaram o governo a estabelecer uma paridade fixa, esperando que, ao ancorar o austral ao dólar, as expectativas se estabilizassem e outras variáveis também se ajustassem, eliminando incertezas (Zícari, 2018).

Desde o ponto de vista de Cavallo, tal escolha fazia sentido, dado que o BC tinha as reservas necessárias para sustentar essa medida. Além disso, a maior parte das economias que passaram por hiperinflação acabaram se estabilizando eventualmente em algum tipo de ancoragem cambial. Em um estágio tão avançado do processo de estabilização, e com a possibilidade de uma terceira hiperinflação na

Argentina, a necessidade de adotar uma mudança drástica no regime monetário, com critérios rígidos e utilizando o câmbio como ferramenta, parecia ser a única forma de direcionar e desacelerar o processo de formação de preços para o ministro. Além disso, um esquema de câmbio fixo, próximo a um sistema de caixa de conversão (CC), permitiria controlar drasticamente a quantidade de moeda em circulação e a emissão, apoiado pelas reservas internacionais, conferindo ao novo sistema um grau de credibilidade difícil de alcançar por outros meios (Zícari, 2018).

Cavallo propôs uma taxa de dez mil australes por dólar, mantendo o valor máximo da faixa cambial existente até então. Ao manter esse valor, evitava-se uma nova depreciação e garantia-se o compromisso anterior de que o dólar não ultrapassaria os dez mil australes, assegurando assim sua credibilidade diante dos mercados financeiros. Uma vez que a equipe econômica decidiu adotar um esquema de convertibilidade com taxa de câmbio fixa e definir a taxa de conversão, formalizaram a nova paridade por meio de uma lei nacional aprovada pelo Congresso, aumentando assim a confiança e comprometendo os legisladores com a nova política econômica (Zícari, 2018).

3.2 IMPLEMENTAÇÃO DO PESO-DÓLAR

A Lei Nº 23.928, sancionada e promulgada em 27 de março de 1991 na Argentina, instituiu o Regime de Conversibilidade Cambial, também conhecido como Plano de Convertibilidade, e trouxe diversas mudanças significativas para a economia argentina. O Plano de Convertibilidade estabeleceu a convertibilidade do Austral com o Dólar dos EUA da América a partir de 1º de abril de 1991, na razão de 10.000 Australes por cada dólar para a venda. O Banco Central da República Argentina (BCRA) devia vender as divisas necessárias para operações de conversão conforme a taxa estabelecida, retirando de circulação os Australes recebidos em troca (Argentina, 1991).³ O BC podia comprar divisas a preços de mercado, usando seus próprios recursos, por conta e ordem do Governo Nacional, ou emitindo os Australes necessários para isso. As reservas de livre disponibilidade do BC em ouro e divisas estrangeiras deveriam equivaler a pelo menos 100% da base monetária. Quando

³ “Artículo 2º — El Banco Central de la República Argentina venderá las divisas que le sean requeridas para operaciones de conversión a la relación establecida en el artículo anterior, debiendo retirar de circulación los Australes recibidos en cambio.”

essas reservas forem investidas em depósitos, operações a juros ou títulos públicos, seu valor seria calculado a preços de mercado. Os bens que constituem as reservas mencionadas eram a garantia comum da base monetária, imunes a penhoras e só podiam ser utilizados conforme o previsto na lei.

A base monetária em Austral inclui a circulação monetária e os depósitos à vista das entidades financeiras no BC, em contas correntes ou especiais. Em relação às obrigações de pagamento em Australes, o devedor deve pagar a quantidade nominalmente expressa no dia do vencimento, sem possibilidade de atualização monetária, indexação ou variação de custos após 1º de abril de 1991. As disposições legais e regulamentares que permitiam ou autorizavam indexação ou atualização monetária seriam revogadas a partir desta data. Além disso, mecanismos de atualização monetária ou repotenciação de créditos em sentenças judiciais seriam aplicados apenas até 1º de abril de 1991. Para relações jurídicas anteriores à convertibilidade do Austral, o preço ou aluguel a pagar para períodos posteriores seria determinado conforme os mecanismos legais, regulamentares ou contratuais, salvo se o ajuste for superior a 12% ao ano, caso em que a obrigação será paga com a quantidade correspondente a essa atualização mais 12% ao ano. Ademais, foram modificados os artigos do Código Civil relacionados à moeda, considerando o Austral como uma nova moeda após sua conversibilidade. O Poder Executivo Nacional foi autorizado a substituir, no futuro, a denominação e expressão numérica do Austral, respeitando a taxa de conversão estabelecida (Argentina, 1991).

A Lei de Conversibilidade de 1991 exigia a conversão total da base monetária em reservas estrangeiras e fez com que o país adotasse um regime de currency board. Nesse modelo, a moeda local é completamente respaldada por reservas em moeda estrangeira, e o BC não tem a possibilidade de manter ativos domésticos. Um dos benefícios é a garantia de que o BC não esgota suas reservas de câmbio em meio a ataques especulativos, e limita o uso da política fiscal para financiar déficits. Muitas vezes, sugere-se que países em desenvolvimento implementem sistemas de currency board. Nesse regime, a autoridade emissora fixa a taxa de câmbio de sua moeda em relação a uma moeda estrangeira e efetua qualquer operação de troca solicitada pelo público. O sistema proíbe a aquisição de ativos nacionais, garantindo que toda moeda emitida seja lastreada em reservas externas. Esses sistemas surgiram originalmente nas colônias europeias, permitindo que as potências coloniais controlassem a política monetária e se beneficiassem da seignioragem resultante da demanda por moeda na

colônia. Na década de 1990, o currency board passou a ser visto como uma maneira de países com históricos de inflação elevada, como a Argentina, ganharem credibilidade internacional ao adotar políticas monetárias rígidas. A Argentina implementou o sistema em 1991 para reforçar seu compromisso com a estabilidade econômica (Krugman; Obstfeld; Melitz, 2022).

Apesar de algumas vantagens, como a separação da política monetária das decisões políticas, o currency board apresenta desafios significativos. Em crises financeiras, o BC não pode adquirir ativos nacionais nem apoiar o sistema bancário, que foi o caso da Argentina. Além disso, o regime pode reduzir a flexibilidade de políticas econômicas em países que ainda mantêm controles de capital. Embora esse regime possa trazer confiança inicial, ele também aumenta a vulnerabilidade do sistema bancário e pressiona o governo a abandonar a vinculação cambial em momentos de crise. Só funciona de forma eficaz quando o país tem força política para resolver problemas estruturais, como fragilidades no mercado de trabalho e no setor bancário. Caso contrário, o país permanece vulnerável a crises especulativas e de crédito (Krugman; Obstfeld; Melitz, 2022).

O BC recebeu autorização para modificar o nome da moeda e, a partir de janeiro de 1992, o peso foi instituído como a moeda oficial, com valor equivalente a 10.000 australes, e a taxa de câmbio foi estabelecida em 1 peso por dólar. As reservas obrigatórias sobre depósitos em moeda nacional foram reduzidas, enquanto as exigências para depósitos em moeda estrangeira foram elevadas, incentivando o uso de pesos em transações, no lugar de divisas. O objetivo era impedir que o governo emitisse moeda para cobrir o déficit público. A emissão e retirada de dinheiro *passaram a depender da entrada ou saída de divisas, tornando a oferta de moeda uma variável externa, fora do controle da política econômica*. Desta forma, o peso atua *unicamente como unidade de conta*, deixando o resto das funções ao dólar, e a Argentina renunciava aos principais elementos de política monetária (Rapoport, 2000). Foi *vedada a emissão de dinheiro sem cobertura total por reservas de livre disponibilidade*, incluindo ouro, divisas, títulos de outros países e títulos nacionais emitidos em moeda estrangeira, além de eliminar-se as indexações, com o objetivo de impedir que a inflação de períodos passados fosse repassada para o futuro, mantendo assim o componente inercial do processo inflacionário (Zícarí, 2018).

Ao conseguir reduzir a incerteza inicial, a paridade fixa gerou um forte processo de remonetização, derrubou as taxas de juros, controlou a inflação até finalmente

eliminá-la um ano depois, possibilitou o renascimento do crédito comercial e bancário em larga escala e proporcionou uma recuperação do poder de compra, aumentando os salários em termos reais durante os primeiros anos da convertibilidade. Da mesma forma, todo o processo ocorreu com uma notável reativação econômica, com uma expansão média de 7% ao longo de vários anos, nos quais os empresários deixaram de praticar a remarcação constante de preços, algo que havia se tornado um mecanismo preventivo comum. O chamado "imposto inflacionário" foi gradualmente desaparecendo. Assim, em pouco tempo, a Argentina experimentou um rápido crescimento econômico acompanhado por uma inflação em declínio, resultando em uma estabilidade que parecia garantida em um curto período, situação inédita no país (Zícarí, 2018).

Além disso, a conversibilidade também se consolidou como base legal para os contratos. Ao eliminar a possibilidade de usar a política monetária de forma arbitrária como instrumento de política pública, as autoridades econômicas se viram protegidas das pressões políticas e de interesses específicos. A percepção coletiva em torno do sucesso e da continuidade das regras remodelou a ação coletiva e a individual. Historicamente baseadas na volatilidade e na flexibilidade dos tomadores de decisão, essas ações foram lentamente ajustadas a um cenário de estabilidade, afetando desde decisões de investimento e o comportamento dos contribuintes até as negociações salariais. A conversibilidade, e os esforços políticos de mantê-la a qualquer custo, tornou-se o centro das relações entre o Estado e os atores sociais, permanecendo estável até que, em 1995, fatores externos comprometeram seu funcionamento e geraram tensões dentro da aliança dominante (Castiglioni, 1996).

A queda drástica da inflação, a reativação do crédito, o aumento do consumo interno e do produto foram os efeitos mais evidentes do plano governamental. As vitórias nas eleições legislativas de 1991 e 1993 reforçaram o otimismo do governo e alimentaram ainda mais a crença na durabilidade da conversibilidade. A proposta de reforma constitucional e de reeleição presidencial foi então apresentada como a melhor maneira de manter a trajetória econômica. O povo argentino via na continuidade a chance de afastar o fantasma da instabilidade econômica, frequentemente presente em períodos de mudanças políticas. Dessa forma, para muitos argentinos, conversibilidade e estabilidade de preços se tornaram sinônimos (Castiglioni, 1996).

3.3 OS PROBLEMAS DO PESO-DÓLAR

O plano de Cavallo, apesar dos efeitos imediatos positivos sobre a economia argentina, além dos dividendos políticos que gerou para o governo Menem, logo apresentou suas limitações. A maior destas, obviamente, era a forte dependência de capitais externos para manutenção da conversibilidade. A rigidez do regime cambial estabelecido pela conversibilidade limitava as políticas públicas a uma abordagem ortodoxa, que defendia que apenas com um aprofundamento do ajuste fiscal e maior flexibilidade nos preços e salários seria possível enfrentar choques externos sem comprometer a competitividade e os níveis de emprego. Isso reforça a ideia de que somente com medidas econômicas ainda mais liberais e decisões políticas mais firmes se poderia assegurar a estabilidade. Como consequência, o espaço para a formulação de novas políticas ficou drasticamente reduzido (Castiglioni, 1996).

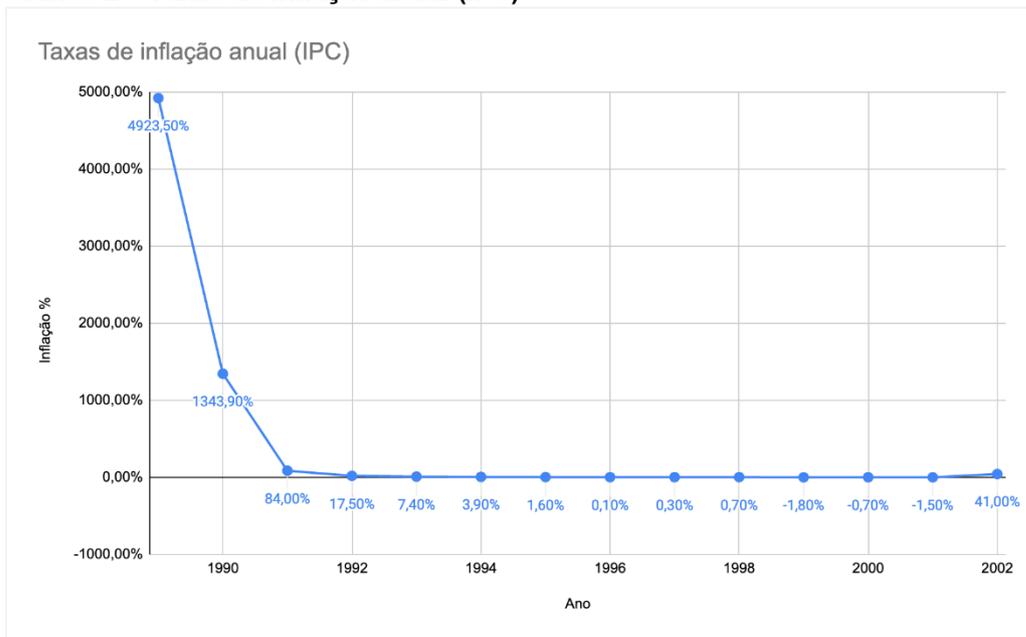
As eleições de maio, em que Menem e Cavallo conquistaram 50% dos votos, mostram que o próprio programa econômico, junto com o discurso político e a estratégia institucional que o sustentaram, enfrentou as mesmas contradições das decisões políticas, econômicas e institucionais que o originaram. A vulnerabilidade aos choques externos e a crise recessiva subsequente, combinadas com as disputas internas no justicialismo⁴ criaram um clima de instabilidade e incerteza. A fragilidade da economia argentina e a desconfiança externa persistente em relação ao peronismo, apesar das reformas promovidas por Menem, expuseram ao presidente os riscos de tentar demitir seu ministro da Economia. Esse ministro ainda era o principal fator de confiança para os investidores de que a Argentina seguiria no caminho das reformas liberais e no aprofundamento do ajuste. No entanto, a série de intrigas e pressões políticas que cercaram o ministro acabou enfraquecendo sua posição, deixando Cavallo politicamente fragilizado para continuar sua gestão em um dos momentos mais críticos (Castiglioni, 1996).

⁴ O Partido Justicialista faz parte do Movimento Peronista, uma corrente política fundada por Juan Domingo Perón, que inclui sindicatos, movimentos sociais, organizações de base e outros agrupamentos. Carlos Saúl Menem pertencia a este partido.

3.4 RESULTADOS ECONÔMICOS E SOCIAIS DO PLANO CAVALLO

A Lei de Conversibilidade teve efeitos positivos a curto prazo dado que conseguiu-se o objetivo principal de estabilizar os preços. A inflação medida pelo índice de preços no atacado caiu de 37,2% ao mês em fevereiro de 1991 para menos de 1% ao mês nos anos seguintes, chegando até a ser negativa em certos momentos. No entanto, a inflação permaneceu acima da média internacional por alguns meses, o que gerou uma apreciação da taxa de câmbio que prejudicou a competitividade dos setores de bens transacionáveis. O aumento nos preços de bens não transacionáveis provocou uma mudança relevante nos preços relativos, impactando o andamento do plano e afetando os diferentes setores produtivos (Rapoport, 2000).

Gráfico 2 – Taxas de inflação anual (IPC)



Fonte: adaptado de INDEC (*apud* Lagos; Galetovic, 1989).

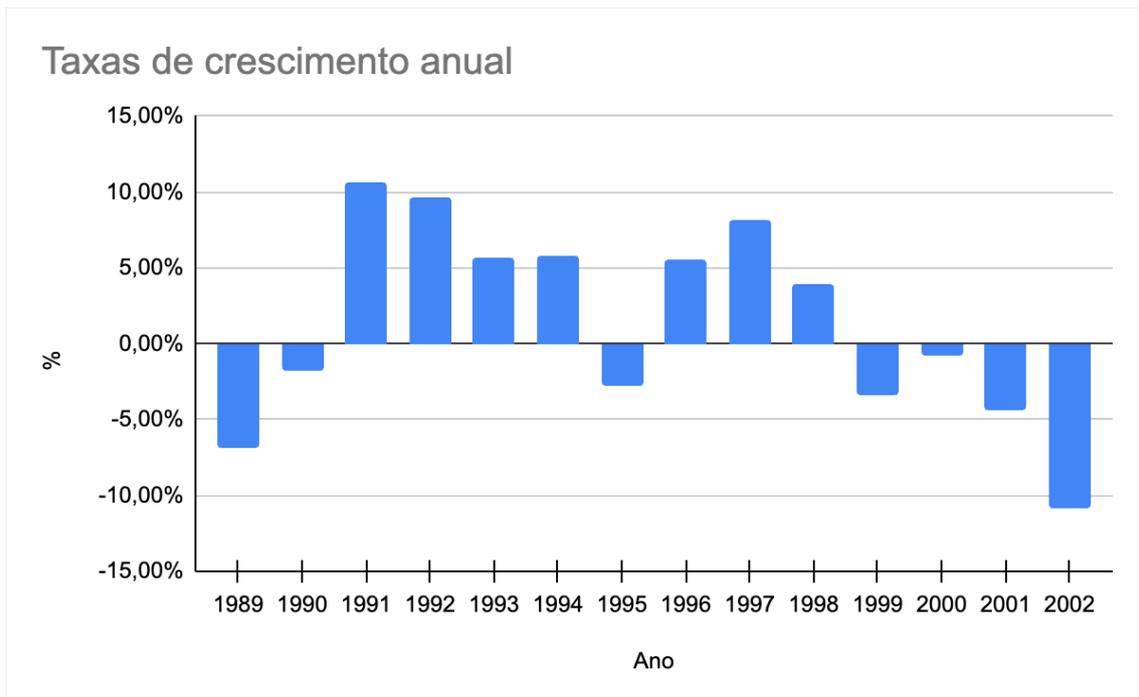
A abertura econômica contribuiu com estes resultados, já que forçou os preços internos dos bens transacionáveis a se alinharem com os preços internacionais. No entanto, a inflação persistente foi suficiente para provocar uma apreciação real significativa após a fixação da taxa de câmbio, em meados de 1992 o peso estava próximo de seu valor de equilíbrio. Assim, a maior parte da inflação subsequente contribuiu para a sobrevalorização da moeda. Embora tenha havido sucesso no controle da inflação com a fixação da taxa de câmbio em um primeiro momento,

manter esse câmbio fixo indefinidamente foi uma decisão questionável (Garegnani; Escudé, 2005).

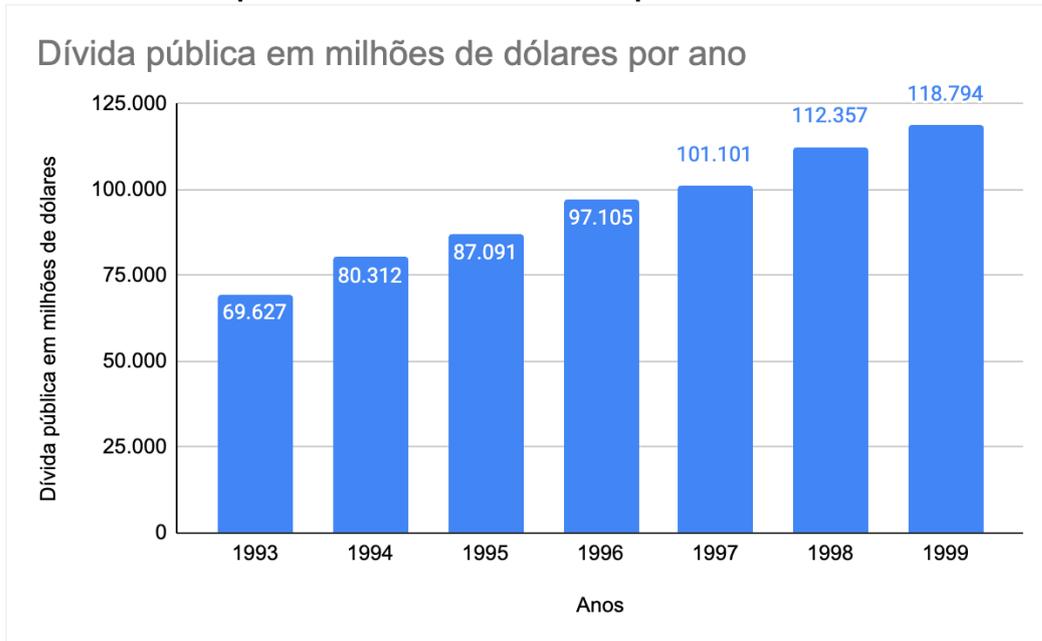
Ademais, o Plano Cavallo alcançou um equilíbrio fiscal frágil, em grande parte graças ao aumento das receitas tributárias, ao crescimento da atividade econômica e à redução da evasão fiscal por meio de controles mais rigorosos e eficazes. Embora o câmbio estivesse desvalorizado, houve um aumento significativo nas exportações. No entanto, as importações também cresceram, tornando a balança comercial estruturalmente deficitária. Esse desequilíbrio foi agravado pelos déficits nos serviços reais e nos serviços financeiros. Mesmo assim, as reservas cresceram devido à entrada de capitais estrangeiros (Rapoport, 2000).

Em um primeiro momento, a economia argentina seguiu uma trajetória de crescimento impulsionada principalmente pelo consumo interno, enquanto o nível de poupança interna permanecia baixo e o déficit no comércio exterior se ampliava. O consumo foi financiado em grande parte pelo capital externo, o que sustentou o crescimento econômico (Rapoport, 2000).

Gráfico 3 – Taxas de crescimento anual



Fonte: adaptado de Dirección Nacional de Cuentas Nacionales (*apud* Beker; Escudé, 2008).

Gráfico 4 – Dívida pública em milhões de dólares por ano

Fonte: adaptado de Fundación de Investigaciones para el Desarrollo (FIDE *apud* Rapoport, 2000).

O sucesso inicial do plano também foi favorecido por um contexto internacional positivo, com queda nas taxas de juros e maior oferta de capital internacionalmente, o que ajudou na estabilização e no equilíbrio das contas fiscais, permitindo uma redução nas taxas de juros internas e estimulando o gasto privado e a recuperação econômica. Com a conversibilidade, o déficit fiscal não podia mais ser financiado pela emissão de moeda, tornando essencial aumentar a arrecadação de impostos, principalmente através do Imposto sobre Valor Agregado (IVA), cujas alíquotas foram elevadas. A arrecadação tributária aumentou, mas a estrutura tributária tornou-se mais regressiva, com a diminuição de impostos sobre patrimônio e a ampliação da base de incidência do imposto de renda, atingindo inclusive pessoas de renda mais baixa (Rapoport, 2000).

A partir de 1994, os déficits começaram a crescer devido ao aumento dos pagamentos de juros. Como não era possível emitir moeda para cobrir os desequilíbrios, o governo se viu forçado a contrair mais empréstimos, aumentando ainda mais os juros e o déficit. A dívida pública tornou-se um ponto crítico do modelo econômico. Em 7 de abril de 1992, a Argentina aderiu ao Plano Brady, que permitiu a reestruturação da dívida com os bancos privados, estendendo o prazo de pagamento e reduzindo o montante da dívida. No entanto, enquanto a dívida externa foi reduzida temporariamente, a dívida interna continuou a crescer devido à consolidação das dívidas do Estado com fornecedores e aposentados. Além disso, muitas privatizações,

exceto as de serviços essenciais como eletricidade e gás, implicaram a assunção de passivos pelo Estado (Rapoport, 2000).

Entre 1993 e 1999, a dívida pública total aumentou cerca de 71%, passando de 27,1% para 40,8% do PIB. O aumento da dívida revelou os desequilíbrios internos do modelo, que necessitava de superávits fiscais e comerciais para pagar a dívida externa e manter a paridade cambial. No entanto, o Estado continuou a ter déficits e as importações superaram as exportações, o que forçou o governo a contrair mais dívidas a altas taxas de juros. No início da década de 1990, a Argentina possuía um número significativo de empresas públicas, cujas vendas ajudaram a pagar os juros. No entanto, no final da década, a dívida havia aumentado substancialmente, e o Estado já não tinha ativos significativos para vender, agravando a situação (Rapoport, 2000).

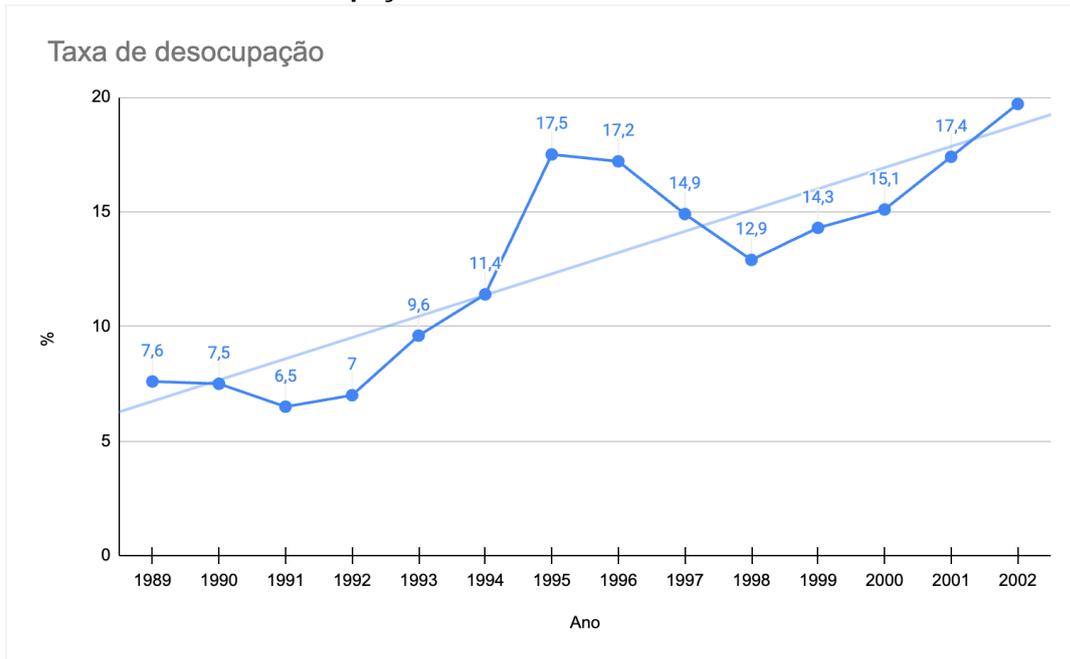
Como as importações acabaram substituindo a produção argentina em muitos setores, diversas empresas fecharam ou demitiram uma parte significativa de seus funcionários. A destruição de empregos foi consistentemente elevada, superando a taxa de criação de empregos entre 36% e 65%, obtendo como resultado uma evolução negativa no nível de emprego. A taxa de desemprego aumentou a partir de 1992 mas o nível de 1994 (11,4%), pouco antes da crise mexicana, era 80% superior ao registrado em 1991. Naturalmente, a breve, mas significativa recessão que se seguiu à crise "tequila" fez o desemprego subir drasticamente para 17,2%, apesar de a queda do PIB ter sido de apenas 2,8% (Beker; Escudé, 2008).

A dolarização da economia argentina teve impacto muito forte e negativo sobre a indústria do país. A intensa concorrência das importações fez com que a rentabilidade das atividades industriais em setores que competem com produtos importados diminuísse. Por outro lado, algumas empresas fizeram grandes investimentos para se manterem competitivas, principalmente em máquinas importadas. Já os setores produtores de bens e serviços não comercializáveis continuaram protegidos, o que levou uma parte significativa dos investimentos para esses setores, incluindo serviços não comercializáveis privatizados e também empresas menores (Beker; Escudé, 2008).

Parte desses investimentos foi financiada através de empréstimos bancários. Uma grande parte do endividamento nos setores não comercializáveis foi em dólares, uma vez que os bancos frequentemente concediam empréstimos em dólares com base nos depósitos nessa moeda, enquanto o BC não desencorajou os depósitos em

dólares nem os empréstimos em dólares para setores com receita em moeda nacional. Essa falta de regulamentação prudencial se baseava na crença de que o risco cambial não era relevante para o regime de convertibilidade, que era considerado eterno (Beker; Escudé, 2008).

Gráfico 5 – Taxa de desocupação



Fonte: adaptado de INDEC (*apud* Lagos; Galetovic, 1989).

A implementação do regime de Conversibilidade na Argentina implicou a renúncia à política monetária independente, forçando o país a adotar a política dos EUA. Isso criou uma situação em que a política monetária americana, que obviamente não se ajustava às necessidades argentinas, mas sim às americanas, era seguida. Se bem no começo o regime atraiu um grande fluxo de capitais, elevando as reservas internacionais domésticas e as importações, um país que abre mão de sua política monetária perde certas salvaguardas institucionais para fazer frente a choques externos. No caso da Argentina, a crise internacional desencadeada pela desvalorização do peso mexicano interrompeu o fluxo de recursos externos a partir do qual a conversibilidade se mantinha, expondo a fragilidade do sistema, que não tinha um emprestador de última instância devido à conversibilidade.

Na segunda metade da década de 1990 uma série de ataques especulativos contra moedas sobrevalorizadas internacionalmente atingiu vários mercados emergentes. Na América Latina o México foi a primeira vítima dessa onda. A Argentina

veio logo em seguida. Fugas de capitais e pânico eram um resultado comum de tais crises (Beker; Escudé, 2008). Como destacado por Paul Krugman, ganhador do Prêmio Nobel de Economia:

A crise começou quando o México anunciou que seu banco central havia esgotado as reservas internacionais e que não podia mais honrar os pagamentos de sua dívida externa. Vendo semelhanças potenciais entre o México e outros grandes devedores da América Latina, como Argentina, Brasil e Chile, os bancos dos países industrializados – os maiores credores privados da América Latina na época – apressaram-se em reduzir seus riscos, cortando novos créditos e exigindo o pagamento antecipado de empréstimos anteriores. O resultado foi uma incapacidade generalizada dos países em desenvolvimento de cumprir suas obrigações de dívidas anteriores e uma rápida aproximação do limite de um calote generalizado. A América Latina foi talvez a mais duramente atingida [...] (Krugman; Obstfeld; Melitz, 2022, p. 632).

Em 1995, a Argentina enfrentou uma corrida bancária devido a saques massivos, e o BC não conseguiu suprir a demanda por dólares devido à falta de ativos líquidos. A crise resultou em uma queda significativa nos depósitos, uma redução no PIB e um aumento no desemprego. Apesar da limitada flexibilidade do regime de conversibilidade na Argentina ter ajudado a enfrentar a crise do "tequila", os principais idealizadores desse sistema, Steve Hanke e Kurt A. Schuler, o descreveram como um "regime parecido com uma caixa de conversão" (currency board-like system), porque ele não era completamente rígido. A crítica principal feita por ambos foi à capacidade de esterilização que o BC manteve. O fato de que, quando o governo argentino recebeu divisas de empréstimos do FMI, o BC poderia escolher monetizar essas divisas ou não, foi uma das principais razões de Schuler para afirmar que o regime argentino não era uma verdadeira CC. Segundo ele, o papel do BC como agente financeiro do governo nacional era incompatível com uma CC ortodoxa. Em um sistema de CC, o BC perde a autonomia de emitir dinheiro sem ter reservas suficientes em moeda estrangeira. Isso também limita o uso de políticas monetárias tradicionais, como a alteração das taxas de juros, já que a emissão de moeda está vinculada diretamente ao nível de reservas cambiais (Beker; Escudé, 2008).

O principal problema do Plano Cavallo foi que em um regime de câmbio flutuante a taxa de câmbio de equilíbrio é determinada no ponto onde a oferta e a demanda de divisas se igualam. A oferta de divisas vem dos ingressos por exportações e do endividamento externo, enquanto a demanda é composta pelas importações e pagamentos de juros externos. Em um regime de câmbio flutuante, um

ajuste na taxa de câmbio real pode restabelecer o equilíbrio se houver um desajuste, mas no Regime de Conversibilidade a taxa de câmbio é fixada, limitando a capacidade de ajuste. Um choque desfavorável, como o efeito tequila, que leva a uma apreciação do dólar, pode reduzir as exportações e encarecer as importações, criando um excesso de demanda de divisas. Em um cenário sem rigidezes nominais, esse desequilíbrio seria corrigido por meio da redução dos preços internos. Mas, na prática, a relativa inflexibilidade dos preços e salários torna esse ajuste lento e difícil (Beker; Escudé, 2008).

Em outras palavras, no regime de câmbio fixo, como o adotado pelo Plano Cavallo, o governo se compromete a manter uma paridade fixa entre a moeda local e uma moeda estrangeira, no caso da Argentina, o dólar norte-americano. Embora isso tenha inicialmente trazido estabilidade e controle da inflação, também criou vulnerabilidades significativas. Em situações de choques externos desfavoráveis, como a apreciação do dólar ou uma crise financeira internacional como foi o efeito tequila, a fixação cambial impõe limites severos à capacidade de resposta da economia. Em vez de ajustar a taxa de câmbio para absorver o choque, como ocorreria em um regime de câmbio flutuante, o país é forçado a buscar outros meios de reequilíbrio, como ajustes fiscais ou mudanças nas taxas de juros. Essa rigidez cambial pode gerar tensões internas, uma vez que a deflação necessária para corrigir os desequilíbrios na balança de pagamentos pode ser socialmente e economicamente custosa, levando a recessão e aumento do desemprego. Além disso, com uma taxa de câmbio fixa, o BC perde a autonomia na condução da política monetária, pois suas ações estão subordinadas à manutenção da paridade cambial, o que muitas vezes leva a um aumento das taxas de juros para defender a moeda, exacerbando os problemas de crescimento econômico (Krugman; Obstfeld; Melitz, 2022).

A partir de meados de 1995, o peso argentino se apreciou consideravelmente em termos reais frente a outras moedas, o que agravou a perda de competitividade da economia argentina. As crises financeiras internacionais, como as do México, Tigres Asiáticos, Rússia e Brasil, exacerbam as dificuldades econômicas na Argentina, levando a uma profunda recessão. A falta de ajuste nos preços relativos e o impacto das crises externas evidenciam as limitações do regime de conversibilidade, que eventualmente resultaram em uma crise severa e uma diminuição da atividade econômica (Beker; Escudé, 2008).

O objetivo principal do Plano era eliminar o crônico déficit fiscal da Argentina, que historicamente era financiado por meio da emissão monetária. Para isso, a reforma da Carta Orgânica do BC proibiu o financiamento direto do governo pelo BC, permitindo apenas a compra limitada de títulos do governo a preços de mercado. Em 1994, o déficit público retornou devido à privatização do sistema de seguridade social, que transferiu parte das receitas dos recursos previdenciários para o setor privado, enquanto os gastos com aposentadorias permaneceram no setor público. Os aportes individuais do sistema privado não eram mais considerados receita fiscal, sendo direcionados às contas de capitalização e financiamento das Administradoras de Fondos e Aposentadorias e Pensões (AFJP) e das empresas de seguros associadas. A situação foi agravada pela recessão e por gastos incrementais relacionados às reformas estruturais, incluindo a reforma da seguridade social e a redução das contribuições patronais aos impostos sobre o trabalho. Além disso, os gastos fiscais não contabilizados e o tratamento das dívidas através da emissão de títulos contribuíram para um déficit maior do que o oficialmente reconhecido (Beker; Escudé, 2008).

O endividamento público, frequentemente mascarado como dívida gerada no passado, não era contabilizado como déficit fiscal. O aumento da dívida pública do Governo Nacional desde o final de 1994 até o final de 2001, combinado com o atraso cambial devido à valorização real do dólar, revelou a vulnerabilidade das contas públicas a perturbações que poderiam dificultar ou impossibilitar a rotação da dívida. Desta forma, o governo foi obrigado a abusar do crédito externo. No entanto, quando o mercado de capitais se recusou a refinar a crescente dívida devido ao estancamento da economia argentina, a crise da dívida tornou-se inevitável (Beker; Escudé, 2008).

O default da dívida pública, o colapso bancário e a mega desvalorização foram consequências diretas da adoção de um regime cambial defeituoso e das políticas fiscais e regulatórias inadequadas. A aprovação da conversibilidade por lei visava criar um compromisso de longo prazo, mas a rigidez do sistema se tornou um obstáculo quando se tornou evidente a necessidade de flexibilização. A transformação em um sistema bi-monetário completo, sem considerar a vulnerabilidade a uma depreciação real do peso, aumentou a exposição dos devedores em dólares e aprofundou a crise. A crise resultante e as tentativas de negociar um acordo com os EUA para compensar

as perdas de seigniorage⁵ não obtiveram sucesso. Já o FMI, que inicialmente teve reservas quanto à conversibilidade, acabou apoiando o regime e promovendo um novo paradigma econômico de flexibilidade cambial ou fixação extrema, como a dolarização total. Após o colapso do regime argentino, no entanto, o FMI encomendou uma investigação independente para analisar todo o processo (Zícari, 2018).

Em suma, a inflação que persistiu nos primeiros anos, apesar da taxa de câmbio fixa, resultou em uma significativa valorização real do peso, cerca de 30% entre 1990 e 1995. Essa valorização, por sua vez, causou um aumento do desemprego e um déficit crescente na conta corrente. Embora a valorização do peso tenha cessado a partir de meados da década de 1990, o desemprego permaneceu alto devido às rigidezes no mercado de trabalho. Mesmo com o rápido crescimento da economia em 1997, o país voltou a enfrentar dificuldades econômicas, com o déficit governamental crescendo novamente. Quando a economia global entrou em recessão em 2001, o crédito externo à Argentina foi cortado. Em dezembro de 2001, o país declarou moratória de sua dívida externa e, em janeiro de 2002, abandonou a paridade entre o peso e o dólar. Isso levou a uma forte desvalorização do peso e ao retorno da inflação. O PIB argentino encolheu quase 11% em 2002, mas voltou a crescer em 2003, à medida que a inflação recuava. Desde então, a Argentina tem buscado negociar com credores estrangeiros para restaurar o acesso ao mercado internacional de crédito (Krugman; Obstfeld; Melitz, 2022).

⁵ "A seigniorage é o nome que os economistas dão aos recursos reais que um governo ganha ao imprimir dinheiro que é utilizado para gastar em bens e serviços. Quando os governos de países em desenvolvimento expandem continuamente a oferta de moeda para extrair altos níveis de seigniorage, esses países experimentaram inflação e até hiperinflação" (Krugman; Obstfeld; Melitz, 2012, p. 624).

4 UMA ANÁLISE DA DOLARIZAÇÃO

Como analisado nos capítulos anteriores, os países da América Latina que implementaram a dolarização e mantiveram esse regime ao longo do tempo foram nações de menor porte, com economias muito diferentes da Argentina, além de possuírem relações distintas com os EUA. Esses países, devido ao seu tamanho reduzido e características econômicas particulares, conseguiram adaptar-se ao regime de dolarização de uma maneira que não seria replicável em uma economia complexa e maior, como a Argentina.

Na atualidade existem poucas experiências históricas relevantes para serem consideradas, conforme visto no capítulo 2. O Panamá, por exemplo, é o maior país que utiliza uma moeda estrangeira como curso legal, mas sua economia é pequena e possui uma relação política, econômica e histórica muito próxima com os EUA. Além disso, a dificuldade de reverter o processo de dolarização exige que se analise essa escolha com uma perspectiva de longo prazo, muito além das avaliações usuais de políticas monetárias e cambiais. Por outro lado, como visto no capítulo 3, a experiência da Argentina, durante o período Cavallo, marcada pela conversibilidade da moeda, não constituiu uma dolarização completa, mas sim um regime de câmbio fixo com paridade fixa entre a moeda doméstica e o dólar numa proporção de um para um. A conversibilidade argentina, ademais, mostrou-se uma medida temporária e paliativa, funcionando apenas como um "analgésico" para o que inicialmente parecia ser uma simples dor de cabeça, mas que na verdade escondia uma doença estrutural muito mais profunda. A dolarização por meio da paridade, nesse contexto, não foi suficiente para enfrentar os desafios econômicos de forma definitiva, satisfatória e duradoura.

Neste capítulo, aprofundaremos a análise das vantagens e desvantagens associadas à dolarização, considerando tanto os benefícios de curto prazo quanto as limitações de longo prazo. Além disso, serão examinados os impactos da perda da política monetária, uma das principais consequências desse regime, e como essa ausência de controle afeta a capacidade de resposta a crises internas e externas. Discutiremos também os efeitos da dolarização na economia, de forma mais ampla. Finalmente, avaliaremos a vulnerabilidade das economias dolarizadas frente a choques econômicos externos, e como essa escolha, muitas vezes vista como uma solução rápida para problemas crônicos, pode não resolver os desequilíbrios

estruturais de maneira eficaz, mas sim agravar a dependência econômica e expor o país a novos riscos.

4.1 VANTAGENS E DESVANTAGENS DA DOLARIZAÇÃO

A dolarização surge como uma medida controversa em resposta aos constantes desequilíbrios macroeconômicos que ocorrem nas economias, como surtos inflacionários, movimentos desordenados nas taxas de câmbio, desequilíbrios fiscais, desemprego, entre outros, revelando vulnerabilidade inerente aos regimes de câmbio e à globalização financeira, que tem crescido rapidamente ao longo dos anos (Sierra Suárez; Lozano Baquero, 2010).

Como acontece com a maioria dos instrumentos monetários, não há uma solução milagrosa, uma pílula mágica, que resolva os problemas estruturais de uma economia e, mesmo após a implementação da dolarização, é provável que os problemas subjacentes que levaram a essa decisão continuem a existir. Curiosamente, ao enfrentar com eficácia as questões fundamentais que fazem com que a dolarização seja considerada, muitas vezes, acaba se reduzindo as próprias razões para optar por essa estratégia econômica (Taboada; Villamizar, 2024).

A dolarização, frequentemente vista como uma solução para evitar crises cambiais e de balanço de pagamentos, implica renunciar a uma moeda própria e, assim se espera, eliminar-se a chance de desvalorizações bruscas, e as saídas rápidas de capital, motivadas pelo medo de uma depreciação cambial. Pode trazer vantagens adicionais, como uma maior integração econômica com os EUA e com a economia global, através da redução de custos de transação e da estabilidade de preços em dólares. Ao eliminar a possibilidade de financiamento inflacionário, pode fortalecer instituições e incentivar um ambiente mais favorável ao investimento. Entretanto, abandonar a moeda nacional não é uma decisão simples. A moeda possui um forte valor simbólico, representando a identidade nacional e a soberania do Estado sobre sua política monetária. Assim, a proposta de aderir a uma moeda estrangeira pode enfrentar resistência política.

Do ponto de vista econômico, o controle sobre a própria moeda permite que o governo obtenha receitas de senhoriagem, uma forma de lucro derivada da emissão de moeda sem custos de juros. Essas receitas potenciais, que normalmente reforçam os lucros do BC e são repassadas ao governo, seriam perdidas em um cenário de

dolarização, a menos que os EUA decidissem compartilhar parte dessas receitas adicionais. Além disso, um país que opta pela dolarização perde a capacidade de conduzir políticas monetárias e cambiais independentes, incluindo o uso do BC para apoiar o sistema bancário com liquidez (Borensztein; Berg, 2001).

Começando pelas vantagens, a eliminação do risco de crise cambial traria como benefício imediato a redução do risco-país, o que resultaria em uma queda nas taxas de juros. Com taxas de juros mais baixas e maior estabilidade nos fluxos de capital internacionais, haveria uma diminuição significativa no custo fiscal da dívida pública, além de impulsionar os investimentos e o crescimento econômico. A dolarização eliminaria os prêmios de juros relacionados ao risco de desvalorização, mas o risco soberano persistiria. Além disso, em uma economia já altamente dolarizada como a Argentina, a escolha de tomar empréstimos em moeda estrangeira ou local já é uma decisão amplamente disponível tanto para governos quanto para o setor privado. Isso significa que os tomadores de empréstimos podem, desde já, reduzir o impacto direto do risco de desvalorização nos custos de seus empréstimos, e a principal questão se torna em avaliar como a dolarização afetaria os custos de financiamentos em dólares (Borensztein; Berg, 2001).

Outra vantagem que poderia ser atribuída à dolarização é a possível recuperação da poupança ao eliminar o risco cambial e o risco de desvalorização da moeda, resultando em um maior acesso ao financiamento devido à facilidade de obter créditos no sistema financeiro. Além disso, o benefício para os assalariados se estabelece na medida em que a dolarização não deteriora o poder aquisitivo dos salários, especialmente a partir da estabilização da economia, dos preços e da adaptação da sociedade à nova moeda. O risco cambial pode ser uma fonte importante de vulnerabilidade nos sistemas financeiros, especialmente quando há grandes volumes de ativos e passivos denominados em dólares, todavia a eliminação dessa fonte de vulnerabilidade pode ajudar a construir um sistema mais robusto, capaz de participar mais ativamente dos mercados financeiros internacionais (Flores Torres; Díaz Jiménez; Berni Morán, 2017).

Ademais, a dolarização implica disciplina fiscal, pois a medida significa implicitamente para um governo que o orçamento estará sempre em desequilíbrio devido à limitada atuação da política monetária como meio de financiamento do déficit. Isso leva os governos a financiar esse déficit por meio de impostos, receitas provenientes da venda de bens e serviços públicos ou da dívida pública, o que os

obriga a moderar o gasto público e a priorizar suas ações em relação à economia (Flores Torres; Díaz Jiménez; Berni Morán, 2017).

Quando a dolarização é indireta, como no caso de regimes de paridade fixa, é importante considerar que o risco de desvalorização pode amplificar o risco soberano por diversas razões. Em primeiro lugar, governos que tentam evitar crises cambiais podem adotar medidas que elevem o risco de inadimplência. Um exemplo disso é quando um governo, para defender sua moeda, emite excessivamente títulos denominados em dólares ou vinculados ao dólar. Outra possibilidade é a imposição de controles de capital para proteger a moeda, o que pode resultar na inadimplência de outros devedores com dívidas em dólares. O risco de inadimplência também pode aumentar devido às perdas fiscais causadas por uma desvalorização. Como as receitas do governo estão majoritariamente atreladas a preços domésticos, quando um governo se endivida em dólares, ele se expõe ao risco cambial. Se houver uma desvalorização significativa, isso pode enfraquecer as finanças de um governo com elevada dívida em dólares, especialmente se ele enfrentar grandes pagamentos de curto prazo. Outro fator que vincula a desvalorização ao risco de inadimplência é a pressão que a desvalorização pode exercer sobre o sistema financeiro. Em economias amplamente dolarizadas, os bancos enfrentam grandes desafios para se protegerem do risco de desvalorização. Com isso, os governos podem acabar tendo que intervir para socorrer os bancos, o que eleva o risco de inadimplência em outras obrigações (Borensztein; Berg, 2001).

Entretanto, nem todos os riscos de inadimplência estão relacionados à possibilidade de crises cambiais. Inadimplências soberanas podem ocorrer devido a desequilíbrios fiscais ou instabilidades políticas. Se os investidores perderem confiança em ativos domésticos, nas obrigações governamentais ou no próprio país, o governo pode enfrentar dificuldades para honrar suas dívidas. A dolarização, por si só, não impede esse tipo de crise.

Quando países operam câmbio fixo e, como no caso da Argentina de Menem-Cavallo, câmbio ao par com o dólar, a possibilidade de ajustes via desvalorização sempre estará presente, embora seja indesejável. Isso porque a desvalorização pode ser um recurso para tentar mitigar crises no curto prazo. Além disso, uma desvalorização da moeda pode melhorar a economia interna e as contas públicas, reduzindo o risco de inadimplência. Mesmo desvalorizações que inicialmente causam retração podem, no longo prazo, melhorar as perspectivas econômicas, diminuindo o

risco de inadimplência soberana. No entanto, a relevância deste efeito pode variar bastante entre países. Por outro lado, abandonar um regime de câmbio fixo sob forte pressão do mercado certamente traria graves consequências para a economia interna. Assim, há argumentos tanto a favor quanto contra a atribuição de parte do risco de inadimplência ao risco de desvalorização. Embora o risco soberano e o risco de desvalorização pareçam estar relacionados, isso não necessariamente indica uma relação de causa e efeito. Uma explicação plausível para essa correlação é que fatores externos comuns afetam tanto os spreads em dólar quanto em moeda local. Por exemplo, uma busca global por ativos mais seguros aumentaria tanto o risco percebido de inadimplência quanto o de desvalorização. Nessa situação, a dolarização poderia ter um impacto limitado na redução dos spreads de títulos em dólar (Borensztein; Berg, 2001). Uma dolarização completa põe fim ao risco de desvalorização cambial, mas com outros custos envolvidos.

Ademais, em um regime de câmbio fixo, a manutenção da paridade exige disciplina fiscal e monetária rigorosa. Qualquer desvio dessas políticas pode levar a um aumento da pressão sobre a taxa de câmbio, desencadeando especulações no mercado. Assim, a vulnerabilidade a choques externos é exacerbada, já que o país não pode recorrer à desvalorização como um mecanismo de ajuste. Em contextos de baixa elasticidade da demanda por exportações e importações, os efeitos da rigidez cambial podem ser particularmente severos, resultando em crises recorrentes (Krugman; Obstfeld; Melitz, 2022).

Uma das principais desvantagens de uma economia dolarizada é torná-la vulnerável às decisões monetárias do país que emite a moeda, neste caso, os EUA. Essa vulnerabilidade também se estende aos choques internacionais, principalmente no âmbito do comércio exterior, ao não poder, o país completamente dolarizado, competir com economias que têm a capacidade de desvalorizar sua moeda, tornando seu setor produtivo menos competitivo em termos de preço. Desta forma, a economia exige que suas autoridades econômicas busquem mecanismos para garantir a estabilidade da dolarização, o que implica estar sempre atentas à busca por investimento estrangeiro, diversificação da produção, disciplina fiscal e aumento das exportações (Herrera; Caballero, 2002). Uma economia dolarizada precisa estar sempre atrativa aos dólares disponíveis nos fluxos internacionais de comércio e finanças.

No caso da dolarização plena, um país que adota uma moeda estrangeira como meio legal de pagamento renúncia aos seus direitos de seigniorage, os lucros que as autoridades monetárias obtêm ao ter o direito de emitir moeda oficial, que é uma fonte de receita para as autoridades monetárias. Além disso, os requisitos de reservas legais que os bancos devem manter podem também ser não remunerados, contribuindo assim para o seigniorage. Dessa forma, o fluxo anual de seigniorage é frequentemente medido pelo aumento da base monetária (a soma da moeda circulante e das reservas bancárias). As autoridades monetárias podem utilizar o seigniorage para adquirir ativos (reservas em moeda estrangeira, títulos governamentais e empréstimos ao setor bancário, por exemplo) ou "consumi-lo" para financiar um déficit fiscal (Borensztein; Berg, 2001).

Existem dois componentes na perda de seigniorage que resulta da dolarização. Primeiro, há um custo imediato de "estoque", para adotar o dólar e retirar a moeda local de circulação, trocando-a por dólares. As autoridades monetárias teriam que "comprar" o estoque de moeda doméstica que está nas mãos do público (e dos bancos), devolvendo efetivamente o seigniorage acumulado ao longo do tempo. Em segundo lugar, as autoridades monetárias deixariam de receber ganhos futuros de seigniorage provenientes do aumento da nova moeda impressa a cada ano para atender à demanda crescente por dinheiro (Borensztein; Berg, 2001).

A dolarização total pode prejudicar a função de prestador de última instância e, conseqüentemente, a capacidade do BC de responder a emergências no sistema financeiro. A dolarização não deve dificultar significativamente a capacidade das autoridades de fornecer liquidez a curto prazo ao sistema ou assistência a bancos individuais em dificuldades. O BC precisaria ter os fundos necessários disponíveis previamente ou garantir linhas de crédito com bancos internacionais. Por outro lado, as autoridades perderiam parte de sua capacidade de responder a uma súbita corrida em depósitos bancários em todo o sistema. Em situações de perda generalizada de confiança, as autoridades não conseguiriam garantir o sistema de pagamentos nem respaldar totalmente os depósitos bancários (Borensztein; Berg, 2001).

A capacidade de imprimir dinheiro conforme necessário é o que permite a um BC garantir que todas as obrigações (em moeda local) serão atendidas em qualquer circunstância. O BC possui o monopólio da emissão de moeda em papel e da cunhagem de moedas metálicas, também tem a capacidade de controlar a quantidade de moeda em circulação, o que se refere ao tamanho da base monetária. Além disso,

o BC pode restringir a criação de moeda pelos bancos comerciais, o que lhe permite influenciar a liquidez da economia. Como "banqueiro dos bancos", o BC é responsável por diversas atividades, como a compensação de cheques, o transporte de cédulas e moedas metálicas para as instituições financeiras, e a manutenção de parte das reservas bancárias, entre outras funções que auxiliam o sistema bancário. A função de prestador de última instância é uma consequência de seu papel como banqueiro dos bancos. Assim, o BC deve prestar socorro aos bancos comerciais e outras instituições financeiras que enfrentam dificuldades, fornecendo liquidez por meio de empréstimos ou descontos de títulos (Cardim *et al.*, 2000).

Uma vez que a habilidade de emitir moeda é perdida, surgem limitações na função de prestador de última instância. Se a corrida envolvesse uma busca por qualidade dentro do sistema bancário local, isso poderia ser gerenciado pelas autoridades monetárias, que retirariam liquidez dos bancos mais sólidos para ajudar os mais fracos. No entanto, se a emergência fosse uma fuga do sistema bancário local em direção a ativos em dólares no exterior, isso exigiria que as autoridades mantivessem grandes ativos líquidos em dólares em relação aos passivos totais do sistema bancário. Nesse caso, uma economia completamente dolarizada teria menos flexibilidade para responder, especialmente se operasse com reservas internacionais limitadas (Borensztein; Berg, 2001).

O câmbio fixo por si só já impõe diversos problemas de administração do equilíbrio macroeconômico doméstico, estabilidade de preços e das taxas de câmbio fixadas. Quando o câmbio é fixado ao par, implicando conversibilidade, tais problemas são potencializados. Finalmente, se o país adota a dolarização plena, as vantagens de operar domesticamente em moeda forte tem um custo significativo a ser considerado. Ou seja, ao analisar a dolarização, especialmente em suas desvantagens, a principal questão é a perda do papel da política monetária na economia do país que adota essa medida. Isso traz consequências para as políticas fiscal, comercial, cambial, de crédito e financeira.

4.1.1 Perda da autonomia da política monetária

Por muitos anos, os economistas dedicaram-se ao estudo dos efeitos da política monetária, especialmente em relação à sua utilização para suavizar ciclos econômicos e de emprego. No entanto, em contextos de economias que optam pela

dolarização, como o cenário em debate para a Argentina, a perda da política monetária soberana levanta sérios questionamentos sobre os impactos negativos na estabilidade macroeconômica e no desenvolvimento sustentável. Embora a dolarização possa oferecer uma proteção ilusória contra a inflação e a volatilidade cambial, ela acarreta a renúncia definitiva de um dos principais instrumentos de ajuste econômico, tornando o país vulnerável a crises externas, sem a capacidade de intervir diretamente em sua própria política monetária. Esse processo pode comprometer gravemente a capacidade de reação a choques econômicos e limitar a autonomia necessária para promover políticas que respondam às necessidades internas da economia argentina.

Em um país onde a instabilidade tem sido uma marca distintiva da economia por várias décadas, gerando claros impactos negativos no bem-estar da população, e onde a aversão ao risco predomina, a formulação de uma política monetária e financeira que priorize a estabilidade torna-se um objetivo crucial da estratégia macroeconômica. Neste sentido, a política monetária consiste em controlar a oferta de dinheiro e outros ativos líquidos para alcançar determinados objetivos de política econômica. Um dos principais objetivos dessa política é a estabilidade dos preços, mas também contribuir para o crescimento econômico sustentável e o equilíbrio externo (Carreras, 2011).

Conforme mencionado em capítulos anteriores, a rígida paridade do peso argentino em relação ao dólar no regime de convertibilidade apresentou-se como uma escolha inadequada para a estrutura comercial e produtiva da Argentina. O país não atendia às condições necessárias para ser uma área de moeda ótima, pois enfrenta choques econômicos distintos dos EUA e mantém uma parcela significativa de seu comércio com nações cujas moedas flutuam em relação ao dólar. A decisão pela convertibilidade foi tomada mesmo diante dessas limitações e não foi orientada por perspectivas de crescimento a longo prazo. Em vez disso, essa escolha foi motivada por questões financeiras e monetárias urgentes. A convertibilidade surgiu como uma resposta drástica à hiperinflação e ao colapso da intermediação financeira que se verificou na década de 1980, além de um histórico prolongado de má gestão fiscal e desvalorização da moeda nacional. Desde sua implementação em 1991, a convertibilidade foi muito além de um simples arranjo cambial para conter a inflação. Ela fazia parte de um amplo sistema monetário que incorporava uma regra de emissão de dinheiro, que proibia legalmente a criação de pesos não lastreados em dólares,

exceto em circunstâncias muito restritas. A intenção era estabelecer uma ruptura irreversível com a instabilidade financeira e monetária, criando, na percepção argentina, um marco sem retorno. Além disso, a convertibilidade foi concebida para ter repercussões que transcendessem a esfera monetária. Ela aspirava a se tornar um eixo institucional capaz de trazer ordem a outras áreas, alinhando incentivos entre os diversos agentes econômicos, especialmente em aspectos como processo fiscal, regulação bancária e mercados de trabalho, além de impactar as esferas social e política, para garantir a estabilidade do sistema financeiro sob o currency board, o BC instituiu regulamentações prudenciais que superaram os padrões estabelecidos em acordos internacionais, assegurando níveis adequados de capital e liquidez (De La Torre *et al.*, 2003).

O processo de dolarização implementado na Argentina durante o Plano Cavallo tinha, entre seus principais objetivos, restabelecer a paridade entre as taxas de juros e conter os ataques especulativos contra o peso, a moeda local. No entanto, a cobertura da base monetária nesse período não foi homogênea, o que gerou um viés no regime monetário. Apesar das condições previstas pela lei de 1991, o peso não refletia integralmente o dólar, o que resultava em taxas de juros diferenciadas para ativos conforme a moeda dos contratos. Como consequência, a taxa de juros na Argentina superava a taxa de juros em dólares. Embora o peso estivesse atrelado ao dólar, o sistema monetário argentino dependia, de forma indireta, do crédito do governo federal dos EUA. A Lei de Convertibilidade, portanto, tinha como objetivo imediato estabilizar a moeda, mas era vista como uma etapa transitória rumo à adoção de um sistema de câmbio flexível, gerido por um BC independente. Para Cavallo, o caráter híbrido do currency board buscava garantir os benefícios da estabilidade de preços, enquanto mantinha aberta uma saída para o estágio final de flexibilidade cambial. Contudo, essa transição seria viável apenas em períodos de "entrada de capital". A eliminação da taxa de câmbio fixa em momentos de "saída de capital" seria extremamente desafiadora, pois comprometeria a estabilidade do sistema monetário como um todo (Manigat, 2009).

Em síntese, o sistema bancário argentino encontrava-se em uma situação extremamente fragilizada, com uma necessidade urgente de liquidez para atender à crescente demanda por saques. Diante desse cenário, Cavallo foi forçado a flexibilizar as restrições impostas pela legislação de 1991. O país mergulhava no caos, e o spread, a diferença entre o rendimento dos títulos da dívida argentina e aqueles

considerados de menor risco, atingia níveis recordes, saltando de 340 pontos-base em janeiro de 1999 para mais de 4000 em 2001. Para enfrentar o desafio dos vencimentos iminentes da dívida pública, Cavallo propôs uma consolidação da dívida. Simultaneamente, comprometeu-se a eliminar o déficit orçamentário no ano fiscal seguinte. Contudo, a partir de 2001, os títulos argentinos já não desfrutavam de qualquer credibilidade no mercado: o nível de endividamento do Estado era insustentável, e a confiança na capacidade do governo de reduzir o déficit fiscal em meio a um cenário de colapso econômico, forte retração das receitas fiscais e intensas tensões sociopolíticas era nula. Cavallo e suas tentativas de melhorar a situação econômica do país novamente fracassaram, agravando ainda mais o impasse. Desta maneira, o BCRA, que havia concedido empréstimos de emergência a alguns bancos, também estava exaurido, a saída de divisas do país havia praticamente dizimado suas reservas internacionais, sua atuação como credor de última instância ocorreu justamente no momento em que sua capacidade de intervenção estava esgotada. Para que o BCRA pudesse agir de forma eficaz, seria necessário revogar o currency board. No entanto, qualquer movimento em direção ao abandono do plano de convertibilidade intensificaria a pressão sobre o peso argentino e fomentaria uma corrida bancária, com depositantes buscando a conversão de seus saldos em pesos para dólares (Manigat, 2009).

Sendo assim, possivelmente a falta de uma política monetária soberana e discricionária foi um fator determinante para a catástrofe que se seguiu ao plano de convertibilidade de Cavallo. A injeção massiva de liquidez poderia ter proporcionado uma resposta mais eficaz aos choques econômicos e uma maior capacidade de ajuste em um contexto de instabilidade. Entretanto, a rígida ancoragem do peso ao dólar limitou a flexibilidade necessária para enfrentar a crise. Assim, a experiência da Argentina com a convertibilidade não apenas ilustra as armadilhas de um regime de câmbio fixo em um ambiente econômico vulnerável, mas também destaca a importância de uma política monetária autônoma capaz de responder às necessidades específicas da economia nacional. A combinação de rigidez monetária e choques externos exacerbados resultou em uma profunda crise, levando a um colapso econômico que poderia ter sido mitigado por uma abordagem mais adaptativa e soberana em relação à política monetária.

5 SITUAÇÃO ATUAL DA ARGENTINA

No atual cenário econômico da Argentina, a proposta do novo governo de Javier Milei de dolarizar a economia levanta questões cruciais. Seria ilógico tratar uma doença com um remédio que, além de não ter demonstrado eficácia no próprio indivíduo, não apresenta registros de sucesso em outros com características semelhantes. Essa analogia se aplica à ideia da dolarização, especialmente em um contexto de instabilidade econômica e crise. Neste capítulo, iremos analisar a situação social e econômica do país nas últimas décadas, comparando-a com os contextos discutidos nos capítulos anteriores. Além disso, abordaremos as declarações do presidente atual, que alimentam o debate sobre a dolarização da economia argentina em 2024.

5.1 CONTEXTO ECONÔMICO E SOCIAL DA ARGENTINA PÓS-PLANO CAVALLO ATÉ A ATUALIDADE (2000-2024)

5.1.1 Contexto econômico e social da Argentina 2000 - 2010

No início dos anos 2000, a economia argentina enfrentava sérias dificuldades. Apesar de um leve sinal de recuperação do PIB no final de 1999, sugerindo uma possível saída da recessão iniciada em 1998, diversos fatores tanto externos quanto internos impediram que a retomada econômica se consolidasse. No cenário externo, o país lidava com restrições crescentes de financiamento. Internamente, o baixo peso das exportações no PIB deixava a recuperação econômica dependente do desempenho dos investimentos, os quais, fortemente influenciados pelas expectativas e pelas condições de crédito, não apresentaram sinais de melhoria. Mesmo com a introdução de uma reforma tributária que elevou as alíquotas de alguns impostos, a persistência da recessão agravou a situação fiscal e forçou o governo a revisar suas metas com o FMI diversas vezes ao longo do ano. A economia argentina se viu desfavorecida pelas condições dos mercados financeiros e comerciais, o aumento da incerteza nas economias desenvolvidas, particularmente nos EUA, associado à queda do índice Nasdaq⁶, levou a uma maior aversão ao risco por parte dos investidores,

⁶ O índice Nasdaq ou Nasdaq Composite, é um dos principais índices de ações dos EUA. Ele mede o desempenho de empresas listadas na Nasdaq Stock Market, uma das maiores bolsas de valores do

impactando diretamente o custo do crédito para as economias emergentes, como a Argentina. Ao mesmo tempo, os preços dos produtos exportados pelo país não apresentaram melhoras significativas (Banco Central de la República Argentina, 2000).

A escassez de financiamento externo afetou tanto o setor público quanto o privado na Argentina, com um impacto mais acentuado neste último devido às crescentes necessidades de crédito do setor público. Isso resultou em uma queda na demanda de consumo e no adiamento de investimentos, o que reduziu a arrecadação tributária. Em meio a um ambiente internacional de aversão ao risco, o governo argentino se viu forçado a buscar assistência financeira significativa, conhecida como “blindagem”, que ajudou a dissipar os temores de calote em outubro e novembro de 2000, permitindo um retorno aos mercados internacionais sem custos excessivos (Banco Central de la República Argentina, 2000).

A blindagem financeira representou um pacote de assistência econômica formado por créditos concedidos pelo FMI, Banco Mundial, o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e Governo da Espanha, totalizando 19,7 bilhões de dólares, com desembolsos previstos entre 2001 e 2002, a uma taxa de juros aproximada de 7,5% ao ano e com prazo de 5 anos. No entanto, essa medida não obteve o efeito desejado, o que levou o Ministro Cavallo a implementar uma alternativa conhecida como *megacanje*, que propunha soluções como “espera” e “redução”. A blindagem mostrou-se insuficiente para resolver a crise financeira, enquanto a hesitação dos investidores externos em conceder novos créditos ao governo argentino rapidamente minou as expectativas positivas iniciais. A estratégia do *megacanje* consistia na troca de títulos de curto prazo por outros de vencimento mais longo. Os detentores desses títulos aceitaram a troca devido à maior rentabilidade oferecida pelos novos papéis, o que também permitiu ao governo argentino adiar os vencimentos, em média, por quatro anos. Contudo, essa ação foi apenas um paliativo, pois a crise econômica do país se agravava cada vez mais (Pérez; García, 2022).

O programa de financiamento, anunciado em 18 de dezembro de 2000, previa US\$ 39,7 bilhões em três anos, com desembolsos em curto prazo, o que aliviou as incertezas sobre as finanças do país. No início de 2001, o clima financeiro internacional melhorou, especialmente após o Federal Reserve dos EUA reduzir as

_____ mundo, que se destaca por concentrar muitas empresas de tecnologia, como Apple, Microsoft, Amazon, Google e Facebook.

taxas de juros, favorecendo os mercados emergentes. A desvalorização do dólar americano foi vista como uma possibilidade, uma vez que a economia argentina estava diversificada em suas exportações. Entretanto, em fevereiro, eventos como o aumento da inflação nos EUA e as complicações políticas no Brasil, que desvalorizou o real, mudaram essas expectativas otimistas. Essa situação, juntamente com questões políticas internas, renovou as preocupações sobre o cumprimento do programa acordado com o FMI para 2001, dificultando a recuperação econômica e levando a mudanças na equipe ministerial. A nova administração, que tomou posse em 19 de março, enfrentou o desafio de estabilizar a situação fiscal e restaurar a confiança dos agentes econômicos, implementando medidas para corrigir desequilíbrios na estrutura de preços e reduzir custos em setores de bens comerciáveis (Argentina, [2000]).

Com 40 meses de recessão, um forte aumento do desemprego e da pobreza, a recusa do FMI em continuar a assistência financeira à Argentina resultou na renúncia do presidente Fernando de la Rúa no final de 2001, em meio a uma corrida bancária e alta conflitividade social (Cherny, 2023).

Em 2002, o governo enfrentou dificuldades para estabilizar a moeda, os recursos fiscais e financeiros eram escassos, os pagamentos da dívida haviam sido suspensos, e houve grandes perdas econômicas e de consumo. Além disso, a moeda foi fortemente desvalorizada, cerca de 300%, o que corrigiu o desalinhamento cambial com impactos limitados sobre os preços, mas gerou altos custos para o setor público e privado devido ao descompasso cambial. A desvalorização ajudou a frear as importações, reduzir a saída de reservas, e restaurar a competitividade da indústria, criando oportunidades de investimento, ainda que com salários muito baixos. Com a moeda estabilizada, o câmbio real se manteve elevado, o que favoreceu os termos de troca e alterou a dinâmica de crescimento econômico. O "boom" dos commodities foi essencial para o governo, permitindo a manutenção das retenções às exportações e o aumento da arrecadação. A reestruturação da dívida, por sua vez, ajudou a aliviar os compromissos futuros de pagamento. Com essa estratégia, a recuperação econômica acelerou, resultando em um crescimento rápido das receitas fiscais em relação às despesas. Desta forma, a Argentina alcançou um equilíbrio macroeconômico com câmbio flexível e superávit fiscal e externo, as fontes de instabilidade econômica pareciam resolvidas. Sem a proteção de tarifas, os empresários e sindicatos não podiam elevar preços e salários, temendo a

concorrência externa. Sem déficit fiscal, o governo não precisava recorrer à emissão monetária para financiar o Estado. O câmbio real competitivo e o superávit comercial incentivaram as cadeias de valor dos setores exportadores. Em 2006, a economia estava em pleno crescimento, gerando empregos, aumentando o consumo e reduzindo a pobreza (Cherny, 2023).

Contudo, a combinação entre a emissão monetária, o crescimento econômico acelerado, que foi uma média de 8% ao ano entre 2003 e 2007, e a política de rendas do governo, que incentivava reajustes salariais, começou a pressionar os preços e aumentar as expectativas inflacionárias. A partir de 2006, a inflação subiu progressivamente, sendo parcialmente controlada por medidas governamentais, como subsídios e controle de preços. O aumento dos gastos públicos, especialmente em subsídios e a moratória previdenciária, levou à queda do superávit fiscal (de 3,5% para 2,2% do PIB) (Cherny, 2023).

A crise bancária nos EUA derrubou o preço das commodities e reverteu os fluxos de capital, mas a Argentina tinha uma margem de manobra maior graças a reservas internacionais acumuladas e um superávit na balança corrente. Apesar disso, o PIB, que cresceu 6% no início de 2008, caiu mais de 3% em 2009. A rápida recuperação dos preços das exportações, impulsionada pelo crescimento da China, ajudou o governo argentino a adotar políticas expansionistas. No entanto, a inflação crescente e o enfraquecimento do equilíbrio fiscal aumentaram a vulnerabilidade do país. A Argentina desvalorizou sua moeda em 25%, mas, ao contrário de outros países da região, seu processo foi mais longo e a moeda não se revalorizou, estabilizando-se em um nível desvalorizado de 4 pesos por dólar. O país teve que usar mais reservas internacionais para conter a desvalorização, perdendo cerca de 9 bilhões de dólares entre 2007 e 2008. Em resposta à crise, o governo estatizou o sistema de previdência privada, o que trouxe alívio fiscal de curto prazo, evitando uma queda mais acentuada da economia. Mesmo assim, o PIB caiu 6%, mas as medidas tomadas permitiram uma recuperação robusta nos anos seguintes (Cherny, 2023).

Em 2010, a economia argentina apresentou uma significativa recuperação, com uma taxa de crescimento do PIB estimada em torno de 8% e uma redução da taxa de desemprego para cerca de 7,5% no terceiro trimestre. A reversão dos efeitos recessivos, que começou a se manifestar na segunda metade do ano anterior, foi impulsionada tanto por fatores externos quanto internos. Apesar das incertezas ainda presentes no cenário internacional, a demanda por produtos exportáveis registrou

recuperação, especialmente devido ao desempenho dos mercados de produtos agrícolas e das economias de importantes parceiros comerciais. A colheita de grãos, que na safra anterior havia sofrido com uma seca intensa, apresentou um forte crescimento e, juntamente com o aumento das vendas de produtos manufaturados, contribuiu significativamente para a elevação das exportações. Simultaneamente, o consumo interno foi estimulado pelo setor privado e pelas políticas macroeconômicas adotadas (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2010).

A ausência de fragilidade financeira e cambial, aliada a baixos rendimentos dos ativos externos, reduziu a demanda por divisas, gerando um leve ingresso líquido de capitais. O superávit comercial se manteve, apesar do aumento nas importações, enquanto o contexto de juros internacionais baixos, leve desvalorização do câmbio frente ao dólar e expectativas de alta dos preços internos favoreceram o consumo de bens duráveis, principalmente automóveis. O auxílio financeiro por filho, implementado em 2009, ampliou a demanda por bens de consumo não duráveis, e o gasto público cresceu significativamente (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2010).

O crescimento econômico intensificou-se, com um aumento de 9% no PIB no primeiro semestre de 2010, impulsionado por atividades produtivas, especialmente a agrícola. A inflação foi impactada pela menor oferta de carne bovina, e o governo solicitou assistência do FMI para criar um índice de preços nacional. As negociações salariais foram influenciadas por uma percepção de inflação elevada, e o índice de remunerações subiu 25,5% até setembro. O desemprego caiu para 7,5%, com aumento na ocupação, especialmente na indústria e construção (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2010).

5.1.2 Contexto econômico e social da Argentina 2010 - 2022

Em 2011, a economia argentina experimentou uma expansão significativa, impulsionada por todos os componentes da DA. Foram mantidas várias políticas de estímulo para mitigar os efeitos da crise internacional, o que contribuiu para um crescimento anual do PIB de 9,5% no primeiro semestre do ano. Embora o segundo semestre tenha apresentado taxas de crescimento mais moderadas, estima-se que o PIB tenha crescido pelo menos 8,5% em 2011 (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2011).

Além disso, é importante lembrar que desde os anos 80, a dívida externa atuou como uma restrição econômica e política para a Argentina, representando uma carga econômica significativa e um mecanismo de influência internacional sobre as políticas do país. A busca por maior autonomia se refletiu na renegociação da dívida e na saída do default, com o governo, ao pagar ao FMI, distanciando-se de entidades que haviam influenciado suas políticas econômicas durante a década de 1990. Em janeiro de 2005, uma proposta de troca de dívida foi aceita por 76% dos credores, sendo seguida por uma segunda oferta em 2010, sob o Ministro da Economia, Amado Boudou. Entre 2003 e 2013, a Argentina conseguiu reduzir sua dívida externa em 73%, alcançando um dos maiores índices de redução de dívida no cenário mundial, segundo dados do FMI. Desta forma, em agosto de 2012, o governo quitou a última parcela de juros do título BODEN 2012, emitido em 2002 como forma de compensar os poupadores afetados pelo "corralito"⁷ financeiro após a crise de 2001. Em 2014, a dívida externa do país teve um aumento de 4,5%, devido à emissão de títulos para pagar a indenização pela nacionalização da empresa Yacimientos Petrolíferos Argentinos (YPF) (Pérez; García, 2022).

Em 2013, o governo argentino seguiu com a estratégia de minimizar a perda de reservas internacionais, para isto, utilizou mecanismos como o controle das importações, aumento das restrições para compra de divisas e limitação da remessa de lucros ao exterior. Essas medidas visavam compensar a queda no ingresso de divisas, causada pelo déficit na balança comercial de combustíveis e pela tendência de valorização cambial, o que impactava o setor de serviços, especialmente o turismo. Grande parte de 2013 foi marcada por uma desvalorização cambial moderada, que se intensificou nos últimos meses do ano, agravando a disparidade entre o câmbio oficial e o paralelo. Isso pressionou ainda mais as reservas internacionais, que caíram 29% ao longo do ano, em parte devido ao uso dessas reservas para honrar compromissos da dívida externa (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2014).

Em 2014, diante de uma acentuada queda nas reservas, o governo aumentou a taxa de juros, permitiu uma desvalorização cambial de 16% e flexibilizou os controles de câmbio, estabilizando temporariamente as expectativas cambiais e incentivando a

⁷ Nos últimos dias de governo, para evitar a contínua fuga de capitais do sistema financeiro argentino, o governo de Fernando de La Rúa, implementou uma série de restrições ao saque de dinheiro em espécie e à exportação de divisas, que, em princípio, continuariam vigentes durante a presidência provisória do Presidente Adolfo Rodríguez Saá. Essas restrições foram popularmente conhecidas como "o corralito".

liquidação de divisas por exportadores. Em meio a essa estabilidade, o governo aproximou-se dos credores externos, com acordos para resolver pendências com o Clube de Paris, o Centro Internacional para Arbitragem de Disputas sobre Investimentos e a Repsol pela nacionalização da YPF. No entanto, a decisão da Suprema Corte dos EUA em 2014, que manteve o país obrigado a pagar a dívida com os holdouts, trouxe incertezas sobre o acesso ao financiamento externo e gerou novas tensões cambiais (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2014).

No fim de 2015, o controle cambial foi eliminado, equilibrando a taxa de câmbio. Além disso, os preços das tarifas dos serviços públicos foram ajustados para reduzir os gastos públicos e por consequência o déficit fiscal. Desta forma, a inflação alcançou um pico de 39% anual no ano seguinte. O financiamento do déficit veio do mercado internacional, devido ao excesso de divisas, o BC teve que intervir novamente, emitindo dinheiro para manter a taxa de câmbio (Mello González; Rodríguez Crisanto, 2024).

A economia argentina contraiu 2,2% em 2016, afetada pela devaluação do final de 2015, por uma política monetária restritiva e pela recessão no Brasil. Reformas implementadas pelo novo governo, como a redução dos direitos de exportação e a abertura comercial, visavam alinhar a economia às suas vantagens agrícolas, mas resultaram em inflação elevada e impacto negativo no emprego industrial. O déficit fiscal aumentou para 4,5% do PIB, em parte devido à queda de 10% nas receitas públicas. A redução dos subsídios a serviços públicos, embora tenha ajudado a conter o déficit, contribuiu para uma inflação que subiu de 26,5% em 2015 para 41% em 2016. A inflação e a alta das taxas de juros pressionaram a apreciação do peso argentino, prejudicando setores industriais (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2016).

Em 2017, o BC instituiu um regime de metas de inflação e adotou como nova taxa de juros a taxa central do corredor de operações de recompra de sete dias. Em linha com o objetivo de reduzir a inflação, essa taxa foi mantida acima das expectativas inflacionárias. Nesse cenário, a quantidade de LEBACs (títulos públicos) continuou a crescer, superando 100% da base monetária. Com a desregulamentação do mercado de câmbio e a eliminação do limite para a posição em moeda estrangeira dos bancos comerciais, restringiu a capacidade de manobra da autoridade monetária diante de possíveis perturbações externas. No que diz respeito à política de crédito, em 2017, o governo anunciou o relançamento do programa ProCreAr, que oferece

créditos hipotecários subsidiados. Ademais, os principais bancos públicos lançaram seus próprios programas de crédito imobiliário voltados para famílias (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2017).

Em 2018, o PIB per capita da Argentina registrou uma contração de 4,9%, resultado de uma crise cambial que trouxe uma forte desvalorização do peso argentino e uma aceleração da inflação. Em resposta a essa situação, o governo argentino buscou um acordo de financiamento com o FMI com o objetivo de fortalecer a capacidade de pagamento da dívida pública. O acordo estabelecido incluiu um programa de ajuste fiscal destinado à redução do déficit primário, assim como uma política monetária restritiva com o intuito de estabilizar o mercado de câmbio e controlar a inflação. É importante destacar que este não foi o primeiro acordo firmado pela Argentina com o FMI. A situação econômica desfavorável e a desvalorização contínua da moeda levaram o governo a solicitar o apoio do organismo multilateral. No âmbito do acordo, o governo comprometeu-se a alcançar um equilíbrio fiscal por meio da redução dos gastos públicos, incluindo subsídios, folha de pagamento e transferências a governos subnacionais (Mello González; Rodríguez Crisanto, 2024).

O BCRA concentrou seus esforços na estabilização da taxa de câmbio por meio de intervenções no mercado de divisas. Durante esse período, a autoridade monetária abandonou o regime de metas de inflação, passando a adotar metas relacionadas a agregados monetários (Mello González; Rodríguez Crisanto, 2024).

Em 2019, diante da pressão cambial persistente e da diminuição das reservas internacionais, o governo e o BC decidiram estabelecer controles cambiais com o objetivo de conter a fuga de capitais financeiros e estimular as exportações. Finalmente, em 2020, a economia argentina contraiu pelo terceiro ano consecutivo, em decorrência da crise desencadeada pela pandemia de Covid-19. A pandemia resultou em uma redução do consumo privado, dos investimentos e das exportações. As políticas monetária e fiscal adotaram uma abordagem expansionista para lidar com a crise sanitária, levando o governo a implementar medidas que aumentaram os gastos públicos, com o intuito de incentivar o emprego, apoiar as empresas e auxiliar os setores vulneráveis. Contudo, a dívida pública, em porcentagem do PIB, atingiu 103,1% em 2020 (Mello González; Rodríguez Crisanto, 2024).

Em 2021, a economia argentina apresentou uma recuperação após três anos de recessão, impulsionada pela melhora nas condições sanitárias e o avanço da vacinação, o que permitiu aliviar as restrições devido à pandemia em 2020. O déficit

fiscal primário diminuiu, beneficiado pela recuperação econômica, aumento dos preços de exportação e políticas de assistência mais focadas nos setores afetados pela crise. Nos primeiros 11 meses do ano, o déficit primário foi de 2,5% do PIB, comparado a 5,2% no mesmo período de 2020. Esse resultado decorreu de um aumento das receitas em 14% e uma redução dos gastos primários em 1%, ambos em termos reais. A redução dos juros da dívida externa, após a reestruturação de 2020, também ajudou a baixar o déficit financeiro para 4% do PIB (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2021).

Em resposta aos efeitos da pandemia, o governo reformulou algumas políticas sociais, aumentando os recursos do Programa Alimentar e ampliando sua cobertura, além de conceder bônus para aposentadorias de menor valor e criar o Programa Registradas para formalizar o trabalho doméstico. A carga do imposto de renda para pessoas físicas foi reduzida, e outras ações foram tomadas para proteger o poder de compra dos setores mais vulneráveis (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2021).

Em relação à dívida pública, o governo argentino negociou com o Clube de Paris o adiamento de 2 bilhões de dólares em vencimentos para 2022. Simultaneamente, o governo e o FMI estavam em diálogo para reestruturar a dívida de 43,2 bilhões de dólares, com a meta de um prazo de dez anos e quatro anos de carência para começar a pagar. A política monetária foi expansiva, com a taxa de juros de referência mantida em 38% ao ano, abaixo da inflação. O BC apoiou o Tesouro por meio de transferências de lucros para financiar a recuperação econômica, o que fez a base monetária crescer 47,9% nominalmente até o final do ano. Para conter a inflação, o BC moderou o aumento da taxa de câmbio oficial, enquanto implementava medidas para reduzir as pressões nos mercados paralelos. A inflação anual subiu, impulsionada pela alta nos preços internacionais de alimentos, a recuperação econômica e o descongelamento de alguns preços regulados (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2021).

Em 2022 o governo implementou duas medidas fiscais para combater os efeitos da inflação sobre a renda real. Um bônus de 45.000 pesos (cerca de 275 dólares) foi concedido a pessoas em situação vulnerável que não recebiam auxílio social e houve um reajuste no limite de isenção do imposto de renda, reduzindo a carga tributária de aproximadamente 380.000 trabalhadores registrados. Essas iniciativas

complementaram outras políticas de 2022, como os bônus para aposentados de baixa renda (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2022).

No que diz respeito à dívida pública, o governo firmou um acordo de 45 bilhões de dólares com o FMI no início de 2022 para cobrir pagamentos de um empréstimo de 2018. O acordo inclui revisões trimestrais, atreladas a metas fiscais, monetárias e de reservas. Em outubro, o FMI aprovou a segunda revisão, liberando 3,8 bilhões de dólares. Após o pagamento de vencimentos, a dívida total com o FMI ficou em 43,2 bilhões. Também em outubro, o governo reestruturou 2 bilhões de dólares em dívidas com o Clube de Paris, obtendo condições de juros mais favoráveis e um prazo de pagamento estendido. No final do primeiro semestre de 2022, a dívida bruta da administração central equivalia a 79% do PIB (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2022).

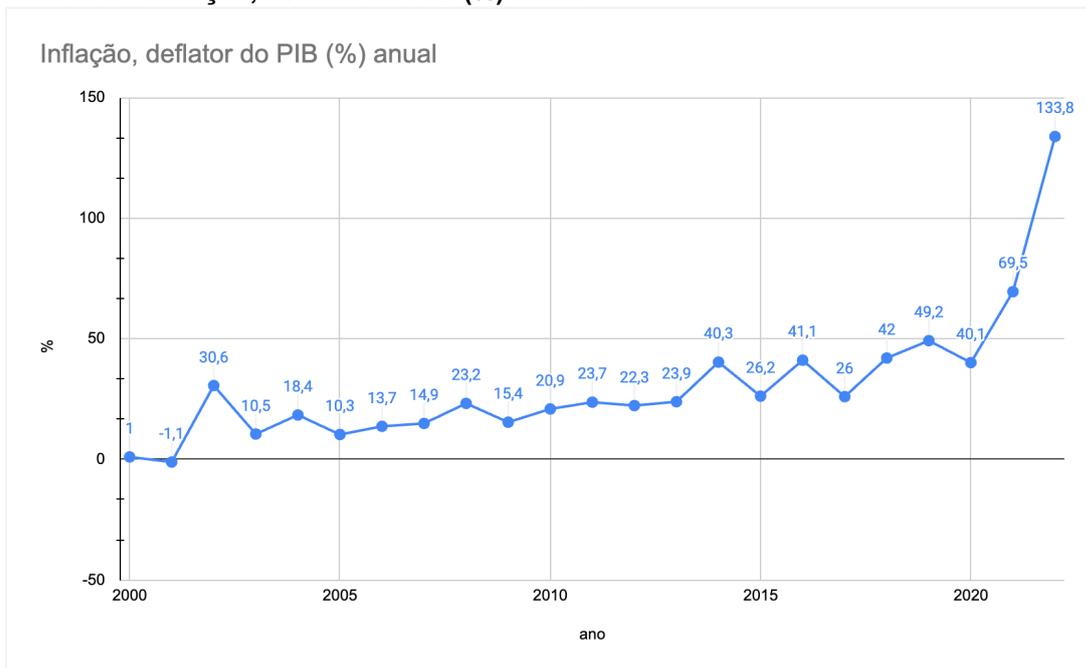
A política cambial neste ano buscou conter a valorização do peso argentino em relação à inflação e fortalecer as reservas internacionais. Nos primeiros 11 meses do ano, o câmbio nominal subiu 59,1%, enquanto a inflação chegou a 85,3%, resultando em uma queda de 11,8% no câmbio real. As intervenções do banco central no mercado de câmbio resultaram em um saldo positivo, com compras que, até o final de novembro, somaram 3,8 bilhões de dólares. Contudo, a quitação líquida da dívida do setor público, juntamente com outras transações, levou a uma redução das reservas internacionais para 38 bilhões de dólares ao término de novembro. Entre as medidas para fomentar a entrada de dólares, destaca-se o Programa de Incremento Exportador, que, em setembro, aplicou um câmbio especial para exportações de soja e derivados, permitindo ao BC acumular 7,6 bilhões de dólares. Empresas de serviços também puderam manter parte das receitas em moeda estrangeira fora do câmbio oficial, e as operadoras de cartões de crédito foram autorizadas a usar o câmbio paralelo para gastos de turistas estrangeiros, visando desestimular o uso do mercado paralelo. O governo também introduziu medidas para reduzir a demanda por divisas, como restrições nas importações e impostos sobre gastos de argentinos no exterior. A demanda por moeda estrangeira para viagens ao exterior aumentou significativamente com o fim das restrições de mobilidade (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2022).

Finalmente, a inflação foi impulsionada por fatores externos e internos. No cenário externo, o conflito na Ucrânia elevou os preços globais de alimentos e energia. Internamente, ajustes no câmbio oficial, aumentos de preços regulados e a incerteza

cambial pressionaram os preços. O índice salarial real elaborado pelo INDEC mostrou uma queda de 0,2% até agosto. Em novembro, a aposentadoria mínima era de 43.350 pesos (280 dólares) e o salário mínimo de 57.900 pesos (370 dólares) (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2022).

Os gráficos a seguir ilustram aspectos fundamentais da economia argentina nas últimas décadas. O Gráfico 6 mostra a inflação medida pela taxa de crescimento anual do deflator implícito do PIB, que revela a variação de preços na economia como um todo. O Gráfico 7 retrata o crescimento do PIB per capita em termos anuais. Por fim, o Gráfico 8 representa a dívida bruta em relação ao PIB, dividida por moeda, destacando o peso da dívida pública na economia e seu impacto na estabilidade financeira do país. Essas três perspectivas, em conjunto, fornecem uma visão abrangente dos desafios enfrentados pela economia argentina e preparam o terreno para uma análise mais detalhada das políticas adotadas ao longo do período.

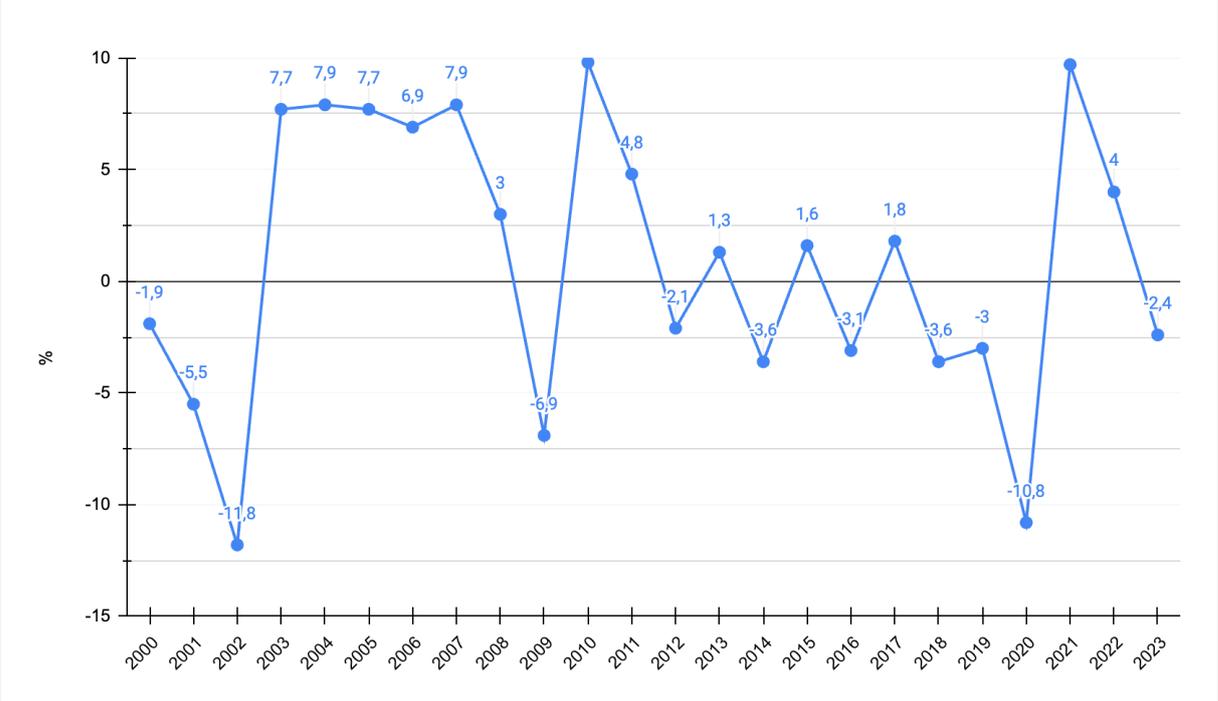
Gráfico 6 – Inflação, deflator do PIB (%) anual



Fonte: adaptado de Grupo Banco Mundial ([2024]).

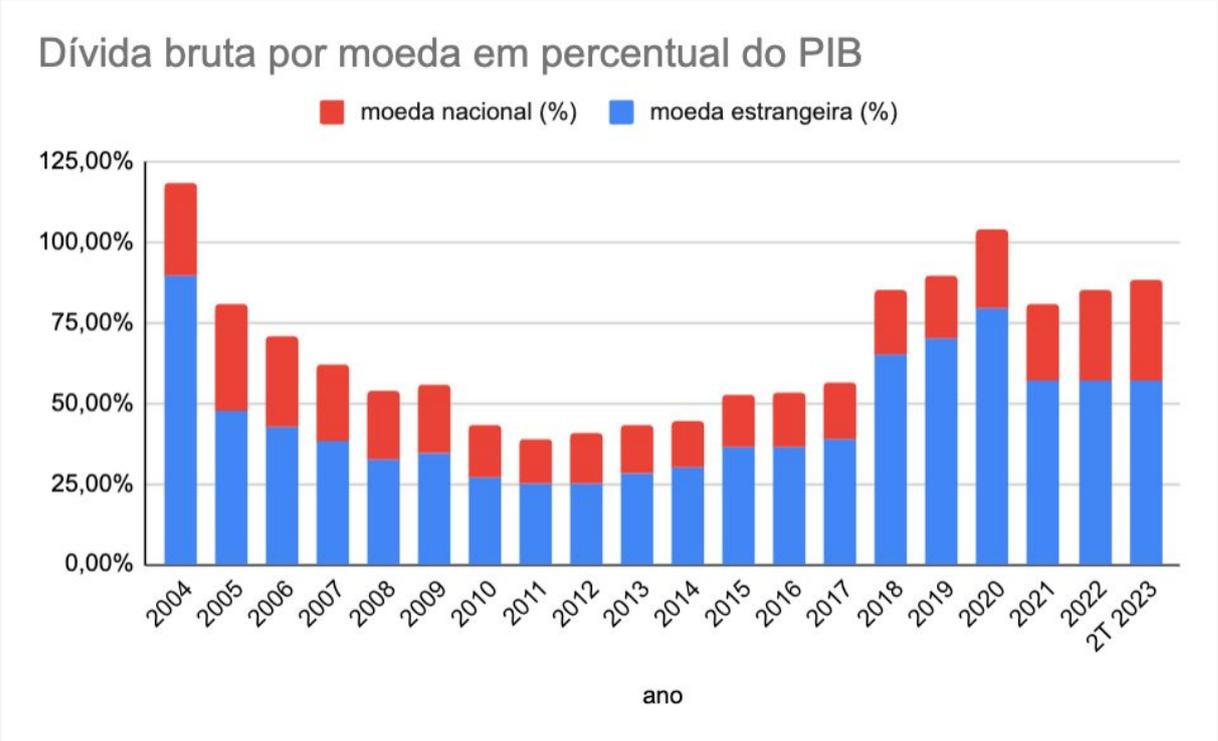
Gráfico 7 – Crescimento do PIB per capita (% anual)

Crescimento do PIB per capita (% anual)



Fonte: adaptado de Grupo Banco Mundial ([2024]).

Gráfico 8 – Dívida bruta por moeda em percentual do PIB



Fonte: adaptado de Argentina ([2024]).

5.1.3 Contexto econômico e social da Argentina durante o governo de Milei

Javier Milei iniciou sua campanha eleitoral declarando seu objetivo, recolocar a Argentina no caminho certo, fazendo com que em 35 ou 45 anos, o país seja novamente em uma potência mundial, fazer a Argentina "Grande novamente"⁸. Entre suas propostas, destaca-se a redução dos gastos públicos em pelo menos 15% do PIB, além de alcançar um déficit primário zero (sem considerar os pagamentos de juros) já no primeiro ano de seu governo. Para isso, planeja eliminar subsídios de energia elétrica e gás, reduzir o número de ministérios, substituir os investimentos públicos em obras por um sistema de licitação privada, cortar as transferências federais para as províncias e acabar com aposentadorias privilegiadas de juízes da Suprema Corte, diplomatas e ex-presidentes, também prometeu renunciar a sua própria aposentadoria presidencial. Além disso, pretende privatizar todas as empresas estatais da Argentina, e reduzir ou até eliminar grande parte dos impostos existentes. Na sua percepção, o ideal seria que o Estado tivesse funções limitadas à defesa militar, segurança pública e tribunais para garantir os direitos de propriedade (Meet [...], 2023).

A eleição presidencial ocorreu em um cenário marcado por déficits fiscais crescentes, inflação em aceleração e uma pobreza cada vez mais disseminada. Nesse contexto, os peronistas/justicialistas buscavam se manter no poder, apesar de um desempenho econômico popularmente considerado insatisfatório. Esse cenário contribuiu para a decisão do presidente Alberto Fernández de não concorrer à reeleição. Paralelamente, a oposição tradicional, liderada pelo ex-presidente Mauricio Macri, tentava recuperar o controle. Nesse mesmo cenário, Javier Milei, economista libertário e ex-comentarista de televisão, que havia assumido seu primeiro mandato como deputado em 2021, lançou sua candidatura à presidência (Meet [...], 2023).

Como apresentado anteriormente, o plano de Milei pode ser sintetizado em três pilares: redução do papel do Estado, ampliação de liberdades individuais e um forte viés de revisionismo histórico. Entre suas propostas mais polêmicas estão o encerramento das atividades do Banco Central e a implementação da dolarização.

⁸ O slogan "fazer a Argentina grande novamente" faz referência ao lema "Make America Great Again" utilizado na campanha presidencial de Donald Trump nos Estados Unidos. Javier Milei já declarou em diversas entrevistas sua admiração por Trump, chegando a afirmar que ambos são, atualmente, "os políticos mais relevantes do planeta Terra" (Rivas Molina, 2024).

Milei destacou durante sua campanha que as medidas econômicas adotadas inicialmente seriam dolorosas antes de gerar os resultados positivos esperados. No que se refere às "liberdades individuais", sua perspectiva é refletida na aplicação de princípios de mercado em áreas controversas, como a defesa do comércio livre de armas e órgãos humanos. Já no âmbito do revisionismo histórico, Milei apoiou teorias conspiratórias e demonstrou ceticismo em relação à existência das mudanças climáticas, alinhando-se a figuras como Bolsonaro e Trump. Ele também defendeu a tese de fraude nas eleições presidenciais dos Estados Unidos e do Brasil e chegou a expressar preocupações semelhantes em relação ao processo eleitoral argentino, embora tenha abandonado esse discurso após sua vitória expressiva. Entre as posições revisionistas mais controversas de Milei está sua visão sobre a última ditadura militar argentina. Ele não apenas contesta o número de vítimas documentadas, como também caracteriza os crimes cometidos pelos militares como parte de uma "guerra", admitindo somente "excessos" durante o período. Essa interpretação contrasta significativamente com o consenso histórico estabelecido no país desde a redemocratização, sendo amplamente refutada por historiadores de diferentes vertentes (Messari, 2024).

Nos primeiros meses de 2023 o Estimador Mensal da Atividade Econômica (EMAE), indicador preliminar do PIB, apresentou queda de 1,9% em termos anuais no primeiro semestre, devido, em grande parte, ao impacto severo de uma das piores secas das últimas décadas na produção agrícola e nas exportações. A seca, aliada ao baixo nível de reservas internacionais, à elevada dívida externa e à incerteza eleitoral, aumentou as vulnerabilidades externas e impulsionou a inflação para 113% em julho, na comparação anual. No mesmo período, o déficit fiscal primário subiu para 1,3% do PIB, principalmente devido à queda de 9% nas receitas reais, enquanto os gastos primários caíram 4,5%. A arrecadação caiu significativamente em razão das perdas nas exportações agrícolas pela seca, enquanto a redução nos gastos foi motivada pela queda nos subsídios energéticos, decorrente de uma nova política tarifária, e pelo atraso na atualização dos benefícios sociais frente à inflação. Em resposta à alta da inflação, o governo concedeu bônus de reforço para aposentados de renda mais baixa, trabalhadores informais, domésticos e das categorias inferiores do monotributo (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2023).

Os desafios no setor externo aumentaram com a queda das exportações agrícolas, isso, somado à necessidade de renegociar compromissos com o FMI e à

incerteza eleitoral, levou o BCRA a adotar medidas para aumentar a entrada de divisas e conter sua saída. Entre elas, destacou-se o Programa de Incremento Exportador e normas para isentar empresas de serviços da obrigação de converter parte de sua receita externa no câmbio oficial. Também foi renovado um acordo de swap cambial com a China, totalizando 18,2 bilhões de dólares, permitindo que parte desses recursos seja usada para importações em yuans. Apesar dessas medidas, o BC vendeu 2,5 bilhões de dólares no mercado oficial até agosto, reduzindo as reservas brutas para 28 bilhões de dólares, enquanto as reservas líquidas registraram um déficit de 5,3 bilhões de dólares. Essa dinâmica contribuiu para um aumento de 98% na taxa de câmbio oficial nos primeiros oito meses do ano, elevando o câmbio real multilateral em cerca de 20%, conforme o BCRA (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2022).

O governo de Alberto Fernández demonstrou-se incapaz de garantir estabilidade econômica e crescimento durante seu mandato, que terminou em 2023. Por isso, as chances de vitória da oposição nas eleições de novembro de 2023 eram significativas. A expressiva vitória de Javier Milei, com 56% dos votos na segunda volta contra Sergio Massa, marca a chegada de um candidato que desafia o sistema em meio a uma onda de indignação popular (Reid, 2024).

A vitória de Milei se deve, em grande parte, à sua crítica contundente ao modelo previamente adotado pelos governos dos últimos anos. Contudo, ele conquistou o cargo como um disruptor e, sem maioria legislativa, precisará formar alianças e propor políticas efetivas que vão além de discursos emotivos. Algumas de suas propostas são impraticáveis, como a dolarização sem reservas suficientes e o fechamento do BC, que seria prejudicial para a economia argentina. Parte de sua retórica relembra a figura de Carlos Menem, controverso na história argentina. Ainda assim, Milei parece esquecer que Menem fracassou como visto nos capítulos anteriores (Reid, 2024). Nas palavras do atual presidente, Javier Milei:

O Banco Central nunca mais vai nos incomodar, porque, conforme a dolarização endógena avance, haverá um momento em que as operações em dólares serão muito grandes e as em pesos, muito pequenas. Quando essa situação ocorrer, estaremos em condições de fechar o Banco Central. (Milei, 2024a⁹).

⁹ Discurso no 60º Coloquio de IDEA, encontro empresarial que é realizado todos os anos na cidade de Mar del Plata.

Milei propôs uma mudança radical na direção da economia. Um de seus objetivos é a estabilização macroeconômica de curto prazo, com foco na eliminação da inflação por meio de políticas fiscais e monetárias. O outro, a liberalização econômica, buscando reduzir a intervenção estatal na economia, o que incluiria a desregulamentação das atividades econômicas e a privatização de empresas públicas. Buscando o equilíbrio fiscal em 2024, foram adotadas medidas de contenção de gastos e reorganização da estrutura do Estado. Inicialmente, suspenderam-se algumas verbas orçamentárias para obras públicas, além de reduzir progressivamente subsídios econômicos e sociais. Houve também a suspensão de transferências discricionárias a províncias e municípios e o congelamento de aumentos nas despesas previdenciárias, entre outras. No âmbito da administração pública, foi reduzido o número de órgãos e iniciado o processo de otimização do quadro de funcionários. No que diz respeito à política tributária, aumentou-se a alíquota do imposto "PAÍS"¹⁰ e ampliou-se a incidência de direitos de exportação sobre produtos não agrícolas. Entre as propostas legislativas, discutiu-se a reintrodução do Imposto sobre a Renda da chamada quarta categoria (imposto sobre rendimentos), além de uma moratória fiscal e uma anistia de capital¹¹ (Massot, 2024).

Na política monetária, o BC limitou a emissão para financiar o Tesouro e o déficit quase fiscal, facilitado pela queda do déficit fiscal. Foi iniciado o processo de substituição das letras de liquidez ("Leliq") por operações compromissadas a taxas mais baixas, além de uma sistemática redução de taxas, alinhada ao controle da inflação e à reestruturação da curva de juros para o sistema bancário e o mercado de títulos. O valor do dólar oficial foi fixado em \$800, com uma política de desvalorização diária correspondente a uma taxa de 2% ao mês. A liberalização dos preços de bens e serviços anteriormente submetidos a controle ou supervisão estatal incluiu setores como serviços médicos privados, telefonia e internet, medicamentos, alimentos e bebidas (Massot, 2024).

Em suma, o governo de Milei atribui a inflação a uma causa principal, a emissão excessiva de moeda. Dessa forma, a solução para a inflação se apresenta como algo direto, reduzir a emissão monetária, sendo o método mais eficaz a diminuição ou

¹⁰ Imposto sobre a compra de moeda estrangeira para promoção e financiamento da inclusão social.

¹¹ "Asimismo, en las propuestas legislativas se planteó la necesidad de reponer el Impuesto a las Ganancias de la denominada cuarta categoría, que se llamaría impuesto a los ingresos, lanzar una moratoria impositiva y un blanqueo de capitales" (Massot, 2024, p. 37).

eliminação do déficit fiscal. Variantes dessa visão monetarista foram aplicadas pelos governos da ditadura cívico-militar, e da convertibilidade, quando o BCRA perdeu a capacidade de emitir moeda de forma discricionária, sendo obrigado a manter reservas internacionais em montante equivalente à base monetária. Ambas experiências fracassaram e embora tenham conseguido diminuir a inflação em um primeiro instante, levaram a economia argentina a crises econômicas profundas, aumentaram o endividamento e a desindustrialização do país, elevaram a pobreza e resultaram em novos processos inflacionários (Calcagno, 2024).

Por isso, desde que assumimos, nos concentramos em duas questões essenciais. Em primeiro lugar, afirmamos que a causa de todos os males na Argentina era o déficit fiscal, uma vez que, devido à obsessão dos políticos argentinos por gastar o que não temos, esgotando as fontes de endividamento e aumentando os impostos, recorriam à emissão monetária, que é a única e comprovada causa da inflação. Pegamos o touro pelas hornas e anunciamos desde o primeiro dia que com a nossa gestão o déficit acabaria e, conseqüentemente, a emissão monetária e a inflação também. [...] [...] Em segundo lugar, dissemos que, dada a gravidade da situação que herdamos, os argentinos não teríamos tempo para um novo experimento gradualista e avançamos no programa de estabilização de choque mais ambicioso da nossa história (Milei, 2024b).

Desde os inícios da sua campanha, Milei propõe seguir uma direção mais radical que a convertibilidade. Em vez de apenas limitar a quantidade de pesos que o BC pode emitir, ele sugere eliminar totalmente os pesos em circulação, substituindo-os por dólares. Da mesma forma, ao invés de restringir as operações do BC, ele propõe a extinção do próprio BCRA, pretendendo assim, que a inflação cesse imediatamente. Além disso, sem o apoio do BCRA para financiar déficits com facilidade, o governo seria obrigado a buscar o equilíbrio fiscal. Desta forma, o peso seria trocado pelo dólar, que já é amplamente utilizado pela população argentina como reserva de valor e, em algumas transações, como meio de pagamento (Calcagno, 2024).

Um dos principais desafios enfrentados pela economia argentina atualmente é a falta de dólares, que são essenciais para atividades como importação ou pagamento da dívida externa, por exemplo. Para que a dolarização da economia argentina aconteça, é necessário ter uma quantidade adequada de dólares em circulação. Até 7 de novembro de 2023, o BCRA contava com reservas internacionais de pouco mais de 12 bilhões de dólares. Com esse montante, seria necessário substituir os meios de pagamento existentes e outros passivos do BC que estão nas

mãos dos bancos comerciais. Por outro lado, a base montária da Argentina estava composta por 7,7 trilhões de pesos até a data mencionada, sendo a quantidade de moeda em circulação 5,9 trilhões de pesos e os depósitos que os bancos mantêm no BC somavam 1,8 trilhão de pesos. Além disso, existem os instrumentos de curto prazo em pesos que o BCRA utiliza para controlar a liquidez na economia, incluindo as Letras de Liquidez (Leliq) e operações compromissadas, que totalizavam 33,4 trilhões de pesos. Assim, o total que precisaria ser trocado chega a 41 trilhões de pesos. Considerando a taxa de câmbio oficial, isso representa 117 bilhões de dólares, nove vezes e meia superior ao que o BCRA possuía em dólares em novembro do ano passado (Calcagno, 2024).

Dado o contexto anterior, a dolarização não seria possível no país no cenário atual. No entanto, Milei propõe utilizar as reservas internacionais do BC para realizar a conversão da base monetária. Considerando uma taxa de câmbio de 950 pesos por dólar, isso equivaleria a aproximadamente 8 bilhões de dólares. Esse montante permitiria substituir a moeda nacional, mas deixaria o Estado com poucos dólares disponíveis. Para cobrir o restante dos passivos do BCRA, o projeto sugere a venda de ativos estatais. A proposta, elaborada por Emilio Ocampo, assessor de Javier Milei, destina toda a carteira de títulos públicos do BCRA para essa finalidade. Se vendidos a 30% do valor nominal, poderia-se arrecadar cerca de 34 bilhões de dólares, quantia próxima à necessária para cobrir os passivos. Além disso, o projeto sugere incluir ativos adicionais, como títulos públicos e ações de grandes empresas em posse do Fundo de Garantia de Sustentabilidade da Administração Nacional da Segurança Social (ANSES)¹², além de um percentual das retenções sobre exportações e as ações da YPF pertencentes ao Estado. Como muitos desses ativos estão avaliados em preços baixos, uma venda apressada poderia depreciar ainda mais seu valor. Assim, propõe-se a criação de um fundo financeiro nos EUA que receberia esses ativos, garantindo-os para obter novos créditos em dólares, ao invés de liquidá-los rapidamente. Para tornar os títulos públicos mais atraentes para investidores estrangeiros, seria necessário trocá-los por novos títulos emitidos sob a legislação do Estado de Nova York. Com essa garantia, os responsáveis pelo projeto estimam que conseguirão empréstimos de 35 bilhões de dólares, o que facilitaria a quitação das dívidas pendentes do BCRA e abriria caminho para a dolarização. O Estado argentino

¹² ANSES, organismo descentralizado criado em 1991, responsável pela administração das prestações e serviços nacionais de Segurança Social na República Argentina.

terá um prazo para reembolsar o crédito, e, caso não o faça, o fundo fiduciário terá a responsabilidade de vender os ativos que servem como garantia. Todo o processo, segundo afirmam, levará entre 4 e 5 anos. Ao final, o BC terá reduzido entre 70% e 75% de seus ativos e passivos, avançando em direção à sua liquidação (Calcagno, 2024).

A proposta de dolarização é apresentada como uma solução rápida e eficaz para a inflação, mas pode levar a um aumento significativo da inflação devido à depreciação inicial do peso, que, segundo os autores do plano, pode ser de 100% ou mais para eliminar a diferença entre o dólar oficial e o dólar paralelo. Essa depreciação ocorreria sem que o BC possa moderá-la com suas reservas internacionais, pois essas já terão sido utilizadas para substituir a base monetária em pesos. Isso poderá resultar em um ciclo acumulativo de inflação e depreciação, potencialmente desencadeando um processo hiperinflacionário e um aumento acentuado da dívida externa, como já aconteceu na história da economia argentina (Calcagno, 2024).

O governo argentino deve contrair um empréstimo de 35 bilhões de dólares, garantido por uma quantidade muito maior de títulos da dívida pública, cujo valor nominal é estimado em 135 bilhões de dólares. É improvável que a Argentina consiga reembolsar esse empréstimo em um prazo curto, resultando na venda desses títulos a fundos de investimento estrangeiros. Atualmente, quase metade da dívida do governo central está nas mãos do BC e de outros organismos públicos, permitindo que os vencimentos sejam renovados facilmente, sem custo fiscal. No entanto, a transferência de títulos públicos para investidores estrangeiros aumentaria abruptamente a dívida total do estado, elevando a dívida externa do setor público total para aproximadamente 320 bilhões de dólares, superando os recordes de endividamento do governo anterior (Calcagno, 2024).

Além disso, a estrutura financeira proposta para arrecadar os bilhões necessários para resgatar os passivos do BC é complexa e ineficaz, especialmente considerando a escassez de dólares e a necessidade de investimentos em outros setores da economia. Implantar a dolarização implicaria um custo colossal para o país e sua população, incluindo uma mega-depreciação, um choque inflacionário, um aumento significativo da dívida externa e a privatização de empresas estatais, começando pela entrega da YPF. Isso afetaria drasticamente a renda da maioria da população, o emprego formal e informal e a viabilidade de muitas empresas,

resultando na perda da capacidade do estado de dirigir um processo de desenvolvimento econômico (Calcagno, 2024).

A adoção do dólar como moeda de curso legal na Argentina implicaria a renúncia ao direito de seignorage. O governo precisaria recomprar a moeda em circulação, devolvendo o seignorage acumulado ao público e às instituições financeiras e os lucros anuais obtidos com a emissão de novas cédulas também seriam perdidos. Essa situação favoreceria os Estados Unidos, ao ampliar seu seignorage com a dolarização de outros países, embora não existam acordos formais para compartilhar essa renda adicional, apesar de propostas legislativas discutidas no Senado norte-americano. Em caso de crise financeira, a ausência de uma moeda própria restringe a atuação do BC como prestador de última instância, dificultando o respaldo ao sistema financeiro e a garantia de depósitos bancários. Além disso, a perda da capacidade de emitir moeda compromete a capacidade de o governo lidar com retiradas massivas de depósitos ou situações de desconfiança generalizada no sistema bancário. Por fim, a dolarização elimina a autonomia da política monetária e cambial, impossibilitando o uso do BC para injetar liquidez no sistema financeiro em momentos de dificuldade, deixando a economia mais vulnerável em crises de liquidez ou falta de reservas (Borensztein; Berg, 2001).

Sem uma moeda própria e sem BC, o Estado perde um instrumento fundamental para regular a liquidez da economia e influenciar a demanda interna. A política monetária é uma ferramenta essencial para moderar os ciclos econômicos, já que o BC pode adotar políticas contracíclicas. Com a dolarização, a política monetária é substituída pela balança de pagamentos como única forma de ajustar a liquidez. Isso cria um viés procíclico, em períodos de superávit comercial, há expansão da moeda e do crédito, intensificando o crescimento econômico. Já em momentos de déficit, ocorre contração monetária, agravando a retração econômica. Essa dinâmica pode levar a crises severas, especialmente em economias como a Argentina, dependentes da exportação de commodities e suscetíveis a fluxos de capitais externos. A criação do BCRA em 1935 visava reduzir os impactos de choques externos, como a crise de 1930. Sem política monetária ou uma moeda própria, a economia fica exposta a desequilíbrios da balança de pagamentos, enfrentando maior vulnerabilidade diante de ciclos de auge e colapso (Calcagno, 2024).

6 CONCLUSÃO

Este estudo buscou analisar os riscos e desafios que a Argentina enfrenta com a possível adoção da dolarização, conforme proposto pelo atual governo, com foco na perda da autonomia da política monetária e seus impactos sobre a competitividade e estabilidade econômica do país.

A análise evidenciou que, embora a dolarização seja vista como uma solução rápida para combater a inflação e estabilizar a economia, apresenta custos significativos, tanto econômicos quanto sociais. A experiência da Argentina com o regime de conversibilidade peso-dólar, implementado durante o período Menem-Cavallo, oferece importantes lições. Apesar dos benefícios iniciais em termos de redução da inflação e previsibilidade monetária, os custos a longo prazo, como a rigidez econômica, a vulnerabilidade a choques externos e o colapso financeiro de 2001, deixaram marcas profundas que ainda impactam o país.

Além disso, o estudo constatou que não existem exemplos de economias com características semelhantes às da Argentina que tenham adotado a dolarização com sucesso. Economias dolarizadas, como o Panamá, El Salvador ou o Equador, apresentam estruturas econômicas e contextos históricos diferentes, o que dificulta a utilização de suas experiências como referência, reforçando a ideia de que a dolarização pode não ser a solução mais adequada para os problemas econômicos argentinos.

A perda da autonomia da política monetária é o maior custo associado à dolarização. Sem um Banco Central que possa atuar como emprestador de última instância ou ajustar a oferta monetária de acordo com as necessidades internas, o país ficaria ainda mais vulnerável a choques externos. A política monetária é uma ferramenta essencial para a regulação da economia, permitindo respostas rápidas a crises e suporte à competitividade das exportações. Abandonar essa ferramenta por uma estabilidade monetária artificial geraria consequências adversas e agravaria os desafios econômicos existentes.

Por fim, a dolarização não deve ser vista como uma solução mágica para os problemas estruturais argentinos. Políticas de reforma fiscal, combate à corrupção ou fortalecimento das instituições econômicas são caminhos mais sustentáveis e menos onerosos para garantir um desenvolvimento econômico equilibrado e resiliente. Assim, conclui-se que, embora a dolarização seja frequentemente apresentada como

uma alternativa, os riscos e custos associados a essa medida superam seus potenciais benefícios no caso da Argentina.

REFERÊNCIAS

ARGENTINA. **Ley nº 23.928**: Convertibilidad del Austral. Buenos Aires: Ministerio de Justicia de la Nación, 1991. Disponível em: <https://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/0-4999/328/norma.htm>. Acesso em: 16 nov. 2024.

ARGENTINA. Ministerio de Economía. Centro de Documentación e Información. **A economía Argentina durante 2000**. Buenos Aires: CDI, [2000]. Disponível em: <https://cdi.mecon.gob.ar/greenstone/collect/iet/index/assoc/HASH010a.dir/doc.pdf>. Acesso em: 16 nov. 2024.

ARGENTINA. Ministerio de Economía. **Deuda bruta por moneda en porcentaje del PBI**. Buenos Aires, [2024]. Disponível em: <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/graficos-deuda/deuda-bruta-por-moneda-en-porcentaje-del-pbi>. Acesso em: 18 nov. 2024.

BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA. **Informe sobre las actividades del Banco Central en el primer semestre de 2000**. Buenos Aires, 28 dic. 2000. Disponível em: <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/inf2000.pdf>. Acesso em: 18 nov. 2024.

BEKER, V. A.; ESCUDÉ, G. J. Vida, pasión y muerte de la convertibilidad en Argentina. **Estudios Económicos**, Bahía Blanca, v. 25, n. 50, p. 1-36, 2008. Disponível em: https://bibliotecadigital.uns.edu.ar/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S2525-12952008001100001. Acesso em: 16 nov. 2024.

BORENSZTEIN, E.; BERG, A. The pros and cons of full dollarization. **SSRN Electronic Journal**, [s. l.], 23 Apr. 2001.

BUNGE, M. **A ciência**: seu método e suas filosofias. São Paulo: Cortez Editora, 2009.

CALCAGNO, A. F. **Contra la dolarización. Realidad Económica**, Buenos Aires, ano 54, n. 362, p. 133-161, 2024. Disponível em: <https://ojs.iade.org.ar/index.php/re/article/view/313>. Acesso em: 16 nov. 2024.

CARDIM, F. J. *et al.* **Economia monetária e financeira**: teoria e política. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CARRERAS, S. Política monetaria en Argentina durante el período 2003 – 2010: efectos en la industria metalmeccánica. **Anuario de la Facultad de Ciencias Económicas del Rosario**, Buenos Aires, v. VII, p. 162-178, 2011. Disponível em: <https://repositorio.uca.edu.ar/bitstream/123456789/5734/1/politica-monetaria-argentina-durante-periodo.pdf>. Acesso em: 16 nov. 2024.

CASTIGLIONI, F. Argentina: política y economía en el menemismo. **Nueva Sociedad**, Buenos Aires, n. 143, p. 6-14, 1996. Disponível em: https://static.nuso.org/media/articles/downloads/2496_1.pdf. Acesso em: 16 nov. 2024.

CAVALLO, D. [Entrevista]. *In*: LA CONVERTIBILIDAD argentina: origen, apogeo y crisis. Ciclo de Conferencias "Los Ministros de Economía de la Democracia". [S. l.: s. n.], 2016. 1 vídeo (60 min). Publicado pelo canal Universidad Torcuato Di Tella. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=RXjGHmGKBg8>. Acesso em: 16 nov. 2024.

CHAPMAN, G. ¿Cómo va la economía panameña?. **Grupo de Reflexión por Panamá**: por un Panamá justo, [s. l.], 4 feb. 2017. Disponível em: <https://greflexionpanama.wordpress.com/2017/02/04/como-va-la-economia-panamena/>. Acesso em: 16 nov. 2024.

CHERNY, Ni. ¿Por qué fracasa la estabilización económica en Argentina? Las crisis cambiarias y los dilemas decisorios de la política macroeconómica. **Desarrollo Económico**: Revista de Ciencias Sociales, Buenos Aires, v. 62, n. 240, p. 136-142, 2023. Disponível em: https://ri.conicet.gov.ar/bitstream/handle/11336/237683/CONICET_Digital_Nro.8eee5287-ff04-40f0-84a1-4d8c9992d5dc_B.pdf?sequence=2&isAllowed=y. Acesso em: 19 nov. 2024.

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE. **Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2010**: Argentina. Santiago de Chile: CEPAL, 2010. Disponível em: <https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams/c6a2cf8b-0f7c-4bf6-9d39-e1246dff572a/content>. Acesso em: 16 nov. 2024.

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE. **Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2011**: Argentina. Santiago de Chile: CEPAL, 2011. Disponível em: <https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams/ec68828d-43cf-4daf-b3e8-c9aacdba245c/content>. Acesso em: 16 nov. 2024.

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE. **Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 2021**: Argentina. Santiago de Chile: CEPAL, 2021. Disponível em: <https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams/70f0caf8-f319-4e23-a74a-b926248fd025/content>. Acesso em: 16 nov. 2024.

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE. **Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 2022**: Argentina. Santiago de Chile: CEPAL, 2022. Disponível em: <https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams/3f89189e-2ee2-4dea-b175-d1973204c4ec/content>. Acesso em: 16 nov. 2024.

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE. **Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 2023**: Argentina. Santiago de Chile: CEPAL, 2023. Disponible em: <https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams/ba62b341-86b3-4b06-a418-34deb577ee9d/content>. Acesso em: 16 nov. 2024.

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE. **Estudio económico de América Latina y el Caribe 2014**: Argentina. Santiago de Chile: CEPAL, 2014. Disponible em: <https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams/20f2041f-b2f4-4230-bd08-798042ff23b0/content>. Acesso em: 16 nov. 2024.

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE. **Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2016**: Argentina. Santiago de Chile: CEPAL, 2016. Disponible em: <https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams/9fd425fb-618c-4e10-85ce-9bfaec63c812/content>. Acesso em: 16 nov. 2024.

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE. **Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2017**: Argentina. Santiago de Chile: CEPAL, 2017. Disponible em: <https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams/9fd425fb-618c-4e10-85ce-9bfaec63c812/content>. Acesso em: 16 nov. 2024.

CRUZ, K. Es la dolarización oficial una opción real para las economías emergentes? **Ciencia y Sociedad**, Santo Domingo, v. 30, n. 2, p. 293-315, 2005. Disponible em: <https://www.redalyc.org/pdf/870/87030205.pdf>. Acesso em: 19 nov. 2024.

DE LA TORRE, A. *et al.* Living and dying with hard pegs: the rise and fall of Argentina's currency board. **Economía**, [s. l.], v. 3, n. 2, p. 43-107, 2003.

DENZIN, N. K.; LINCOLN, Y. S. **Handbook of qualitative research**. Thousand Oaks: Sage Publications, 2006.

FAIR, H. El rol del Plan de Convertibilidad en la articulación de los grandes grupos empresariales: un estudio de caso del primer gobierno de Menem. **Documentos y Aportes en Administración Pública y Gestión Estatal**, Santa Fé, n. 10, p. 111-156, 2007. Disponible em: https://www.scielo.org.ar/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1851-37272008000100004. Acesso em: 16 nov. 2024.

FANELLI, J. M.; HEYMANN, D.; RAMOS, A. Dilemas monetarios en la Argentina. **Desarrollo Económico**, Buenos Aires, v. 42, n. 165, p. 3-24, 2002.

FLORES TORRES, X.; DÍAZ JIMÉNEZ, D.; BERNI MORÁN, L. R. A dolarização no Equador. **RECIMUNDO**: Revista Científica de la Investigación y el Conocimiento, Quito, v. 1, n. 5, p. 601-624, 2017. Disponible em: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6732798>. Acesso em: 16 nov. 2024.

GAREGNANI, L.; ESCUDÉ, G. J. **An estimation of the multilateral real exchange rate of Argentina**: 1975-2005. Preprint submitted to Elsevier Science. Buenos Aires: [s. n.], 2005. Disponível em: <https://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/Jornadas%20de%20Economia/iees03j3110805.pdf>. Acesso em: 16 nov. 2024.

GORDÓN CANTO, R. [Entrevista]. *In*: DEL PILAR CASTILLO, M.; LANDINI, I. Las experiencias de Panamá, Ecuador y El Salvador: qué lecciones dejan los países que dolarizaron su economía. **La Nación**, Buenos Aires, 1 sept. 2023. Disponível em: <https://www.lanacion.com.ar/el-mundo/panama-ecuador-y-el-salvador-las-lecciones-que-dejan-los-paises-que-dolarizaron-su-economia-nid31082023/#/>. Acesso em: 18 nov. 2024.

GRUPO BANCO MUNDIAL. **Inflación, deflactor del PIB (%) anual – Argentina**. Washington, DC, [2024]. Disponível em: <https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.DEFL.KD.ZG?end=2020&location=s=AR&start=2000&view=chart>. Acesso em: 18 nov. 2024.

GUIDOTTI, P.; POWELL, A. The dollarization debate in Argentina and Latin America. *In*: AUERNHEIMER, L. (org.). **International Financial Markets**: The challenge of globalization. Chicago: The University of Chicago Press, 2003. p. 175-220.

HANKE, S.; SCHULER, K. Una propuesta de dolarización para Argentina. **Friedberg's Commodity and Currency Comments Experts' Report**, [s. l.], 1 feb. 1999.

HERNÁNDEZ, J. **El gaúcho Martín Fierro**. [S. l.: s. n., 1872]. Disponível em: https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/hernandez_jose_-_el_gaucha_martin_fierro.pdf. Acesso em: 16 nov. 2024.

HERRERA, B.; CABALLERO, J. A. Dolarizar: ¿realmente un dilema? **Cuadernos de Economía**, [s. l.], v. 21, n. 36, p. 100-152, 2002.

HINDS, M. La esencia de la dolarización. **El Diario de Hoy**, El Salvador, 23 nov. 2023.

IBARRA, D. *et al.* La dolarización en El Salvador: implicaciones, ventajas y riesgos. **Investigación Económica**, Ciudad de México, v. 63, n. 248, p. 71-93, 2004. Disponível em: https://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0185-16672004000200071. Acesso em: 19 nov. 2024.

KRUGMAN, P. R.; OBSTFELD, M.; MELITZ, M. J. **International economics**: theory & policy. Hoboken: Pearson Education, 2022.

KRUGMAN, P. R.; OBSTFELD, M.; MELITZ, M. J. **International economics**: theory & policy. 9th ed. Boston: Pearson, 2012.

LAGOS, L. F.; GALETOVIC, A. Los planes austral y cruzado: por que no detuvieron la inflación?. **Cuadernos de Economía**, [s. l.], ano 26, n. 78, p. 217-242, 1989.

LEVY YEYATI, E.; STURZENEGGER, F. **Dollarization**. Cambridge: Mit Press, 2003.

MANIGAT, M. P. El plan de convertibilidad en Argentina: límites de la política monetaria. **Ola Financiera**, [s. l.], v. 2, n. 4, p. 150-182, 2009. Disponível em: <https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2009.4.23056>. Acesso em: 19 nov. 2024.

MARTÍNEZ TORRES, A. **Los efectos macroeconómicos de la sustitución de moneda en Ecuador (2000-2014): un análisis econométrico con series de tiempo**. 2020. Disertación (Título de Economista) – Pontificia Universidad Católica del Ecuador, Quito, 2020. Disponível em: <https://repositorio.puce.edu.ec/server/api/core/bitstreams/4896b6d8-8bc5-434e-acd0-f8f3d75f4080/content>. Acesso em: 16 nov. 2024.

MASSOT, J. M. Programas económicos de gobiernos disruptivos: el caso de la etapa inicial de lapresidencia de Javier Milei en la Argentina (2023-2024). **Perspectivas: Revista Científica de la Universidad de Belgrano, Córdoba**, v. 7, n. 1, p. 23-47, 2024. Disponível em: <https://revistas.ub.edu.ar/index.php/Perspectivas/article/view/243/234>. Acesso em: 16 nov. 2024.

MEET Javier Milei, the frontrunner to be Argentina's next president. **The Economist**, Buenos Aires, 7 Sept. 2023. Disponível em: <https://www.economist.com/the-americas/2023/09/07/meet-javier-milei-the-frontrunner-to-be-argentinas-next-president>. Acesso em: 21 nov. 2024.

MELLO GONZÁLEZ, E. J.; RODRÍGUEZ CRISANTO, H. D. **Evolución de la política monetaria e intervención cambiaria en la economía Argentina y Peruana**. 2024. Trabajo de Suficiencia Profesional (Licenciado en Economía) – Universidad del Pacífico, Lima, 2024.

MESSARI, Nizar. **What are the prospects for diplomacy to address the conflict in Ukraine?**. Salé: Policy Center for the New South, 2024. Disponível em: https://www.policycenter.ma/sites/default/files/2024-03/PB_08-24_Nizar%20Messari.pdf. Acesso em: 21 nov. 2024.

MILEI, J. [Entrevista]. *In*: CASA ROSADA. **Cadena nacional del Presidente Javier Milei**. Buenos Aires, 23 abr. 2024b. Disponível em: <https://www.casarosada.gob.ar/informacion/discursos/50450-cadena-nacional-del-presidente-javier-milei>. Acesso em: 18 nov. 2024.

MILEI, J. [Entrevista]. *In*: CASA ROSADA. **Palabras del Presidente de la Nación Javier Milei en el 60 Coloquio de Idea 2024, Mar del Plata**. Buenos Aires, 18 out. 2024a. Disponível em: <https://www.casarosada.gob.ar/informacion/discursos/50729-palabras-del-presidente-de-la-nacion-javier-milei-en-el-60-coloquio-de-idea-2024-mar-del-plata>. Acesso em: 18 nov. 2024.

ONUR TAS, B. K.; TOGAY, S. Efectos de la dolarización oficial en una pequeña economía abierta: el caso de Ecuador. **Investigación Económica**, Ciudad de México, v. 73, n. 290, p. 51-86, 2014. Disponível em: https://www.scielo.org.mx/scielo.php?pid=S0185-16672014000400003&script=sci_abstract. Acesso em: 16 nov. 2024.

PELAEZ, C. M. **O cruzado e o austral**: análise das reformas monetárias do Brasil e da Argentina. São Paulo: Atlas, 1986.

PÉREZ, M. C.; GARCÍA, E. N. **Deuda externa Argentina em la última década**. Mendoza: UNCUYO, 2022. Disponível em: https://tesisenfermeria.bdigital.uncu.edu.ar/objetos_digitales/17982/garcia-fce.pdf. Acesso em: 16 nov. 2024.

QUISHPE CAIZAGUANO, C. D. **Desarrollo financiero y crecimiento económico**: un análisis comparativo entre Ecuador, El Salvador y Panamá, tres economías que adoptaron el dólar Estadounidense. 2020. Tesis (Pregrado) – Universidad Técnica del Norte, Ibarra, 2020.

RAPOPORT, M. El Plan de Convertibilidad y la economía argentina (1991-1999). **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 15, p. 15-47, 2000. Disponível em: <https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/510/02-Rapoport.pdf>. Acesso em: 16 nov. 2024.

REID, M. Milei y el regreso del menemismo. **Letras Libres**, Buenos Aires, ene. 2024. Disponível em: <https://letraslibres.com/wp-content/uploads/2023/12/convivio-reid-esp.pdf>. Acesso em: 16 nov. 2024.

RIVAS MOLINA, F. Trump y Milei hablan por teléfono por primera vez desde las elecciones en Estados Unidos: “Usted es mi presidente favorito”. **El País**, Buenos Aires, 12 nov. 2024. Disponível em: <https://elpais.com/argentina/2024-11-12/trump-y-milei-hablan-por-telefono-por-primera-vez-desde-las-elecciones-en-estados-unidos-usted-es-mi-presidente-favorito.html>. Acesso em: 16 nov. 2024.

RODRÍGUEZ, C. A. **Dolarización**. 2000. Trabalho acadêmico (Graduação) – Universidad Francisco Gavidia, El Salvador, 2000.

SIERRA SUÁREZ, L. P.; LOZANO BAQUERO, D. M. ¿Qué sabemos sobre la dolarización y sus efectos en las que la adoptaron? **Revista de la Faculdade de Ciências Econômicas**: Investigaçã o e Reflexã o, Bogotá, v. 18, n. 1, p. 119-132, 2010. Disponível em: http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0121-68052010000100007. Acesso em: 16 nov. 2024.

STIGLITZ, J. E. **Dez Coisas que todo americano deve saber sobre economia**. Rio de Janeiro: Sextante, 2011.

TABOADA, B.; VILLAMIZAR, M. **Mitos y realidades de la política monetária**. Bogotá: Banco de la República de Colombia, 2024.

VON HESSE, M.; ZAVALA, C. **Retos del sector agrícola en Panamá.**

Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo, 2018. Disponível em:

<https://publications.iadb.org/es/retos-del-sector-agricola-de-panama>. Acesso em: 16 nov. 2024.

YIN, R. K. **Estudo de caso:** pesquisa qualitativa. Porto Alegre: Bookman, 2016.

ZÍCARI, J. O nascimento do um a um: Menem, Cavallo e o surgimento do regime de convertibilidade na Argentina. **Cuadernos del Ciesal**, Viña del Mar, ano 15, n. 17, p. 80-104, 2018. Disponível em:

https://ri.conicet.gov.ar/bitstream/handle/11336/123352/CONICET_Digital_Nro.d6d47f9f-bbd6-4f72-ad38-104fa0067cde_A.pdf?sequence=2. Acesso em: 16 nov. 2024.