

A experiência argentina: alta inflação, hiperinflação e estabilização fracassada

RICARDO LÓPEZ MURPHY

Este trabalho analisa a experiência argentina recente, inclusive os dois momentos de hiperinflação do período 1989/90 e a fracassada tentativa de estabilizar o nível geral de preços. Aborda também as características principais dos fenômenos inflacionários tanto quanto os requisitos básicos que um plano de estabilização deve atender para ter êxito. Finalmente, faz uma resenha do processo que culminou na primeira hiperinflação, das razões do fracasso da primeira tentativa de deter a taxa explosiva de elevação do nível de preços e do programa subsequente que, felizmente, alcançou um relativo êxito. A última parte expõe as principais lições a serem apreendidas da experiência argentina.

1 - Introdução

Este trabalho se propõe a analisar a experiência argentina recente, na qual se combinam a exacerbação hiperinflacionária e os repetidos e fracassados esforços de estabilização. Na realidade, reflete mais as experiências de um formulador de políticas do que uma elaboração teórica ou conceitual sobre os eventos ocorridos no passado imediato. O propósito é oferecer uma descrição e interpretação do processo econômico que possibilite entender a evolução recente da conjuntura econômica argentina.

A apresentação está organizada da seguinte forma: na Seção 2 são apresentadas algumas reflexões gerais sobre o problema inflacionário e sua pertinência para o caso argentino; na Seção 3 estão alguns dados selecionados da evolução recente; na Seção 4 procura-se explicar os sucessivos esforços estabilizadores empreendidos a despeito da resistência que geram e do fracasso anteriormente experimentado; na Seção 5 examinam-se os requisitos gerais que deveriam ser atendidos por um plano de estabilização; na Seção 6 são descritos os planos recentes de estabilização da alta inflação e o processo que levou à primeira hiperinflação; na Seção 7 examinam-se os planos aplicados para deter a hiperinflação e as razões de seu fracasso no primeiro caso e de seu êxito relativo no segundo; e, finalmente, na Seção 8 procura-se comentar as lições fundamentais que se podem obter com a experiência argentina.

Nota do Editor: Tradução não revista pelo autor.

2 - Algumas reflexões gerais

Talvez seja na Argentina que se dê em grau extremo uma simbiose de conflito, inércia e desequilíbrio monetário, que permite, simultaneamente, distintas interpretações do processo inflacionário e, sem sombra de dúvida, um elevado consenso profissional sobre o que se deve fazer para derrubar de maneira decisiva um ritmo de elevação de preços que chega a comprometer a convivência civilizada.

Falamos de conflito pois convergem sobre a sociedade e o Estado demandas que claramente excedem os recursos disponíveis e se traduzem em um agudo desequilíbrio do setor público e em um clima de conflito e politização das negociações entre operários e patrões. O conflito se manifesta no incremento dos preços públicos e privados, juntamente com os salários, convalidado pelo desequilíbrio fiscal e sua contrapartida monetária.

Falamos de inércia porque a larga tradição inflacionária criou uma mecânica de ajustes permanentes com base na inflação passada para a maior parte dos contratos por prazo mais extenso, entendendo-se por este o que excede um mês.

Falamos de desequilíbrio monetário porque, em última instância, a possibilidade de uma subida sistemática do nível de preços está indissolivelmente ligada ao aumento de quantidade de moeda que decorre do desequilíbrio de financiamento do setor público.

O pano de fundo dessa evolução econômica é um estado falido, no sentido de que seus recursos não lhe permitem fazer frente a seus compromissos operacionais, de investimento e da dívida, sem o recurso à deterioração em um grau extremo da moeda local e, em outros casos, sem nem sequer chegar a isto, já que o sistema degenera na hiperinflação. Na realidade, o problema não é de um ano apenas ou fruto de uma circunstância exógena. A falência se verifica intertemporalmente uma vez que as receitas futuras descontadas não dão para cobrir os gastos previsíveis a menos que se interponha uma reforma estrutural tanto do lado dos dispêndios como do das receitas. O problema está em que tal reforma não é marginal e nem administrativa e enfrenta gravíssimas dificuldades no âmbito instrumental e do consenso político.

Ao mesmo tempo, a falência do estado torna praticamente indefinido o direito de propriedade, já que não deixa estabelecida em faixas razoáveis a tributação futura, ficando claro que nas condições atuais o setor público é "infinanciável". Esta circunstância afeta essencialmente a taxa de desconto pelas perdas potenciais a ela associadas. Inevitavelmente debilita o processo de inversão e a taxa de crescimento da economia, resultando, assim, em uma debilidade fiscal ainda mais grave, já que compromete a renda futura. A crise de crescimento, por sua vez, potencializa os conflitos sociais e a taxa de inflação pela antecipação de um maior imposto inflacionário futuro, o qual, por si, agrava ainda mais o processo inflacionário e o colapso do processo de investimento. Tal interação foi muito importante na crise argentina da década de 80 e é fundamental levá-la em conta para que seja superado o processo de inflação elevada e decréscimo da renda *per capita*.

Em tais circunstâncias, o programa de reforma econômica deve atender não somente aos desequilíbrios conjunturais, porém também à dominante sensação de pessimismo ou inviabilidade econômica que condiciona os agentes econômicos.

Antes de finalizar esta seção convém assinalar uma questão conceitual implícita no argumento anterior, porém imprescindível de ser retida para que se capte o núcleo da argumentação. A inflação é um fenômeno monetário no sentido de que é impossível que ela se verifique na ausência de moeda ou de uma unidade de conta e, mais ainda, não se pode conceber na ausência de uma resposta pelo lado monetário. Esta afirmação não coloca em juízo o debate entre estruturalistas e monetaristas — que se refere, essencialmente, ao que determinou o processo inicial, se foi um desequilíbrio real ou de custos ou um desequilíbrio monetário —, e sim resume-se a analisar sua permanência no tempo e é nesse sentido que se lhe atribui o caráter de fenômeno monetário. Em segundo lugar, reconhece o caráter fiscal do processo inflacionário no sentido de que a capacidade de emissão outorga ao monopolista (o Banco Central) a possibilidade de apropriar-se de recursos reais em troca de papéis impressos. A necessidade de pelo lado monetário cria um recurso que não deve necessariamente cobrir o déficit do setor público não financeiro mas ainda pode vir a atender o desfinanciamento por resgate da dívida pública, a reposição do estoque de reservas ou a geração de crédito para o setor privado. Em todos os casos o setor público obtém uma melhora patrimonial que é a que se encontra implícita no caráter impositivo da inflação. Em última instância, fica impossível a permanência do processo inflacionário na ausência do déficit, pois a contínua melhora patrimonial do Estado age antecipando uma futura revalorização da moeda doméstica devido à riqueza implícita do setor público. (Em outras palavras, isto poderia intuitivamente explicar por que nas décadas de 50 e 60 o processo inflacionário não afetou de maneira irreversível a demanda por dinheiro, já que na prática o setor público ia-se capitalizando no sentido de diminuir suas dívidas em termos reais.)

3 - Alguns dados selecionados

Com vistas a ilustrar as características dos problemas argentinos em termos econômicos é interessante apresentar, em linhas muito gerais, a evolução do PIB *per capita*, o investimento *per capita*, a inflação, o grau de monetização e o déficit público.

As cifras não pretendem servir de base estatística para um estudo aprofundado da problemática argentina, mas estabelecer a magnitude da crise em termos sumamente genéricos, embora nem por isso menos precisos e impactantes. Em síntese, ocorreu na Argentina uma calamidade econômica, principalmente por erros organizativos e de política econômica, com a qual é difícil encontrar semelhança no mundo contemporâneo (Nicarágua, Panamá, Haiti e Peru são casos comparáveis). Talvez não se avalie isto em sua totalidade pela enorme riqueza natural do país e a enorme capitalização e vantagens derivadas das gerações anteriores (ver a Tabela 1).

Um breve comentário sobre as cifras induz a assinalar que, em que pese a sua dramaticidade, a queda do PIB *per capita* subestima a deterioração econômica, uma

TABELA 1
Indicadores

PIB <i>per capita</i>	(US\$ de 1970)
1970	3.650
1980	4.000
1990	3.060
Investimento <i>per capita</i>	(US\$ de 1970)
1970	770
1980	900
1990	250
Inflação	(valores anuais, em %)
1960/70	20
1970/82	136
1989	5.000
1990 (março)	20.000
1990	1.050
1991	100/200
Monetização	(M1/PIB, em %)
1970	15,0
1980	8,0
1989 (julho)	1,6
1990	3,5
Déficit	(% do PIB)
1960/64	6,0
1965/69	2,5
1970/72	3,7
1973	8,1
1974/75	11,9
1976/77	10,5
1978/80	7,3
1981	7,3
1982	11,8
1983	20,2
1984	17,0
1985	15,5
1986 ^a	6,5
1987 ^a	9,0
1988 ^a	9,8
1989 ^a	20,0

^aNestes anos foram utilizadas fontes e metodologias diferentes.

vez que as relações de troca caíram em relação ao ano base e, adicionalmente, o país se endividou externamente de forma que a queda da renda nacional *per capita* excede com folga a do PIB *per capita*.

O investimento *per capita* é uma variável que mostra a deterioração econômica em toda a sua profundidade. Não se trata de um nível de produtividade *per capita* menor, o ajuste na acumulação é muito mais profundo, pelo que o futuro só pode ser muito mais cinzento. A percepção deste problema ainda não se ampliou no país e em sua classe dirigente e talvez venha a alcançar todo o seu dramatismo somente quando se traduzir em níveis crescentes de desemprego e marginalidade. Traz em grande medida uma forte correlação com os enormes déficits públicos e as extravagantes taxas reais de juros com os quais a comunidade argentina se acostumou a viver como se fossem inócuos.

A taxa de inflação vem tendo uma persistência e uma dimensão surpreendentes. O incrível é que uma sociedade, mesmo em sua decadência, se tenha acostumado a conviver com ela. O correlato da mesma é a destruição da moeda local ao ponto de se apresentar como um fator normal a fixação da grande parte dos preços e dos cálculos em moeda estrangeira.

O déficit fiscal alcançou níveis absolutamente excepcionais. A série apresentada o calcula nominalmente e sem praticar um ajuste pela inflação da dívida interna, mesmo quando esta não tenha sido muito significativa, como ocorreu em outros países latino-americanos. Ademais, foram somadas perdas incorridas pelo setor público por conta de seguros de câmbio em suas variadas alternativas. Em todo caso, a comparação relevante com a monetização dá uma idéia geral da magnitude com que o problema se apresenta. Mesmo corrigido pela inflação, o desequilíbrio fiscal requeria anualmente taxas de expansão monetária excepcionais até mesmo nos cenários mais favoráveis que se pudessem imaginar. Como sempre se procurou financiar uma parte do mesmo nos mercados interno e externo de capitais, ele deu lugar às taxas de juros excepcionais a que se fez referência anteriormente.

4 - O objetivo estabilizador

De modo geral todos os esforços de normalizar o processo inflacionário enfrentaram uma enorme resistência na Argentina. Isto se deve basicamente a que o ajuste implicava substituir um imposto muito regressivo, mas não de simples identificação, por uma redução de gastos e elevação de impostos de características muito evidentes e precisas. Todos os setores afetados reagem com virulência, possivelmente sem avaliar de forma correta o efeito mais deletério e profundo que gera a desordem inflacionária.

Apesar disso e das críticas, todos os governos tentaram sistematicamente processos de estabilização, alguns dos quais tiveram um breve, porém significativo êxito. A razão é que o custo do programa estabilizador é infinitamente menor que o processo alternativo de deixar a alta inflação transbordar em hiperinflação. Os países que a viveram em alguma medida (a Argentina o fez em duas oportunidades)

desenvolveram uma espécie de pânico coletivo ao processo de desarticulação do Estado que ela implica e à perda de toda ordem de convivência.

Em segundo lugar, as perdas na alocação de recursos atingem os graus máximos no sentido de que grande parte dos preços carece de significado enquanto representante de alternativas, já que não há possibilidade de processar informações devido à deterioração causada pela inflação sobre os valores nominais. A variabilidade dos preços afeta principalmente os mercados de capitais e de investimento, mas em casos extremos o próprio funcionamento da economia, como quando se interrompem as atividades comerciais na hiperinflação por falta de preços. As transações envolvendo o fornecimento de insumos se fazem a preço aberto e, em muitos casos, isso implica a impossibilidade de vender. Talvez um dos limites da má alocação de recursos seja a substituição de moeda ou dolarização. Importa-se a moeda estrangeira para sua utilização como meio de troca pela destruição causada na própria moeda. No entanto, nos países de grande tradição inflacionária isto não implica o abandono da determinação de preços com base em um padrão doméstico mesmo em casos extremos, senão o problema mencionado anteriormente de ausência de preços não existiria.

A inflação é particularmente destrutiva da organização fiscal. Assim, por exemplo, todo o sistema tributário requer um mínimo de nominalidade nos contratos e, em particular, naqueles de caráter direto. O orçamento, por sua vez, perde operacionalidade e sua característica de programa orientativo para tomar a forma de uma prestação de contas. A carência de moeda e de política fiscal convertem a sociedade em um fenômeno muito primitivo no qual, além do mais, a magnitude da tributação sobre os encaixes monetários ajuda a deteriorar ainda mais o perfil distributivo. Este grau de destruição e degradação moral, de fortunas acidentais e de fraude e exação comandadas pelo governo força a busca de um programa estabilizador. E isto ocorre mesmo quando se carece do poder político, do arcabouço técnico e da equipe para levá-lo a cabo. Desnecessário é dizer que tal circunstância desperta um ceticismo generalizado com relação à capacidade de lidar com o problema.

5 - Os requisitos do plano de estabilização

A literatura tem tratado extensamente do tema, o qual desenvolvemos com cuidado em um outro trabalho (ver *La estabilización*, apresentado nas V Jornadas Anuais de Economía, Banco Central del Uruguay, 1990). Em todo o caso, parece pertinente repassar as principais idéias ali reunidas.

Em primeiro lugar, requer-se um fechamento do hiato fiscal de modo a não ter que recorrer à tributação via inflação como um mecanismo de financiamento. É importante, em particular, que a cobertura de fato dos gastos tenha características não transitórias. Se este não for o caso, é muito provável que parte da tributação adicional venha a se financiar com o desentouramento de recursos monetários domésticos, com impacto muito reduzido sobre a taxa de inflação.

Em segundo lugar, deve-se estabelecer uma âncora nominal, ou, em outras palavras, o numerário do sistema deve ser fixado de modo tal a não retroalimentar

o processo de modificação de variáveis nominais. Posto de outra forma, o resto dos preços se articula a partir dele e não afeta sua taxa de variação. Se não for assim, se carece de numerário. A questão não é que se requer um valor nominal fixo, porém que sua taxa de variação não fique dependendo dos outros preços determinados pelo numerário.

As alternativas principais são naturalmente a quantidade de dinheiro definida como a variável sob controle da autoridade monetária e a unidade de conta ou a taxa de câmbio da moeda estrangeira. Obviamente, a sustentabilidade de um ou de outro numerário depende do ajuste fiscal e da política de crédito da autoridade monetária, assim como de um volume inicial de reservas adequado em caso de taxa de câmbio fixa. A opção mais indicada dependerá, naturalmente, das circunstâncias específicas da economia a ser estabilizada.

Em terceiro lugar, o equilíbrio a ser alcançado deve ser sustentável no tempo no sentido de permitir o investimento e o equilíbrio externo. Em outras palavras, é possível que a estabilização seja alcançada com um nível de gasto público tão elevado que comprometa a viabilidade do investimento futuro pelos elevados impostos requeridos para sustentá-lo. No curto prazo isto é factível pelo caráter da taxa de depreciação dos grandes investimentos em capital fixo, muito embora seja inviável no longo prazo. O gasto público é, em última instância, um insumo do processo produtivo, e, se há sobrecusto, este tende a deslocar para outros países o investimento bruto. Por isso é que a ênfase na intertemporalidade do desequilíbrio fiscal tem outros aspectos além dos assinalados.

Um elemento do qual não se deve descuidar é da necessária coordenação entre os diferentes numerários que determina de um ou de outro modo a política pública. A elevação em termos dos numerários do gasto público, dos preços públicos e dos salários nominais a um ritmo claramente divergente da inflação internacional, por um prolongado período de tempo, sinaliza de forma clara que se começou mal o programa. Ou, então, se aqueles valores se encontram especialmente acompanhados de um forte desequilíbrio fiscal e externo, seu colapso é prematuramente visível. As experiências com o preanúncio das variações da taxa de câmbio nos países do Cone Sul (conhecido vulgarmente como tablita) são talvez o testemunho mais evidente deste problema. O desequilíbrio pode ocorrer mesmo na ausência de déficit, caso o mecanismo de ajuste de uma das variáveis nominais leve o sistema a um desequilíbrio intolerável. Por exemplo, a uma profunda recessão e elevado desemprego ou ao acúmulo de débitos que transmitam a crise a todo o sistema bancário em virtude de taxas de juros reais muito elevadas acarretadas pelo desequilíbrio. O efeito disto sobre a viabilidade da continuação do programa dependerá da institucionalidade financeira existente.

Um problema importante a ser levado em consideração é que o esforço de estabilização que, em grande medida, implica substituir o imposto inflacionário por outro tipo de recurso fiscal, vem em geral acompanhado de um desequilíbrio externo, o qual requer um corte na absorção doméstica. E é este que gera a maior parte dos transtornos e da resistência política às medidas.

O surpreendente no caso é que muitos países apresentem uma alta inflação e uma situação de superávit na conta corrente. Adicionalmente, seus déficits fiscais ajustados pela inflação desaparecem e se transformam em superávits, sendo a

inflação um mecanismo para reduzir a dívida interna ou externa e/ou acumular reservas. Chega-se a um ponto em que a estabilização requer, ao mesmo tempo, uma revalorização já que se utilizou a inflação como um meio de melhora patrimonial interna e externa do Estado.

Um outro fato ligado aos processos de estabilização é um sobreajuste inicial e no sentido contrário da taxa real de juros e dos salários reais. A elevada taxa de juros inicial tende a criar um excesso de oferta de modo a limitar os reajustes de preços ao ritmo anterior. Por seu lado, a queda real dos salários reforça o efeito do excesso de oferta pela maior propensão destes ao consumo, tanto quanto detém o processo de pressões de custos associado à inflação anterior. Naturalmente que isto se relaciona com o excesso de demanda por base monetária que se pode esperar inicialmente com a inflação menor.

A elaboração do programa deve respeitar esta lógica salvo se a inflação anterior estiver associada a preços acentuadamente reprimidos e a distorções de tal magnitude nos mercados de capital e de divisas que o processo estabilizador e a liberação de variáveis venha a gerar um processo econômico expansivo. Tal ocorreu, deve-se reconhecer, em ambas as experiências hiperinflacionárias da Argentina, onde a própria normalização da economia gerou um processo fortemente expansivo.

Um aspecto de difícil apreensão e formalização é a necessária credibilidade que o processo deve induzir nos agentes econômicos. Na realidade, o dinheiro fiduciário e o crédito existem em função deste conceito. Alcançar tal credibilidade é muito difícil e complexo e, como a reputação, pode-se perdê-la num instante. Para obtê-la são necessários um programa consistente, uma equipe idônea e um apoio político irreversível capaz de demonstrar que o programa não é desafiável e nem negociável. Naturalmente, este apoio será reforçado se o programa contar com a ajuda dos organismos multilaterais de crédito.

Em última instância, é requerida uma alteração do regime fiscal e monetário no qual a economia operava anteriormente, bem como que a própria lógica do programa implique a impossibilidade de seu regresso. Um aspecto decisivo nesse sentido é a viabilidade do alcance das metas fixadas em função dos elementos técnicos disponíveis. Da experiência argentina destaca-se com esse sentido o êxito inicial do Plano Austral e, no sentido contrário, o fracasso do plano de estabilização inicial do Presidente Menem conhecido como plano "Bunge y Born".

6 - A experiência argentina

O esforço central desta seção se destinará a estudar as razões pelas quais uma sociedade como a argentina se lança em uma desordem de características catastróficas com a hiperinflação no período 1989/90, a qual a leva ao limite da dissolução da convivência civilizada e da própria existência do Estado.

O primeiro elemento de julgamento é, sem dúvida, o desequilíbrio fiscal de caráter estrutural. Conforme apresentado em seções anteriores, este chegou a limites que necessariamente implicam uma taxa muito alta de inflação. A persistência do fenômeno reduziu fortemente a demanda pela base monetária em termos

reais e a própria inviabilidade financeira (já que o déficit é crescente através do tempo) reduziu a limites mínimos a possibilidade de colocar, ou sequer renovar, a dívida pública em condições voluntárias.

Desde abril de 1988 a Argentina havia suspenso o serviço da dívida pública externa com os bancos comerciais e praticamente tinha deixado de renovar a dívida interna que não fosse com o sistema financeiro doméstico, o qual, por sua vez, era feito coercitivamente. Em tais circunstâncias, qualquer agravamento da situação fiscal deveria conter características explosivas já que o financiamento disponível adicional era negativo. O fator básico foi, sem dúvida, uma mudança na confiança que provocou uma brusca transformação dos portfólios, fazendo subir a taxa de câmbio real, o que encareceu fortemente o serviço da dívida pública em moeda estrangeira (os depósitos em dólares tinham cobertura de 100% e grande parte das divisas havia sido comprada via pré-financiamento) e, simultaneamente, produziu um atraso muito significativo nos preços públicos (aproximadamente 2/5 dos recursos totais, ver Tabelas 5 e 6).

Outro fator decisivo para este resultado foi a decisão do governo constitucional anterior de tentar, por volta de meados de 1988, um plano de estabilização, conhecido como Plano Primavera, visando reduzir a taxa de inflação de aproximadamente 25% ao mês para um nível de 4 a 5% mensais, o que parecia básico para que o processo eleitoral se pudesse desenrolar em um contexto de relativa confiança, sensatez e racionalidade. Não obstante, o referido plano pretendia atingir tais resultados como uma combinação de políticas de rendas, um novo imposto cambial (a diferença entre a taxa de câmbio de exportação e de importação) e uma modificação dos preços públicos que alterasse marginalmente o financiamento público. Logicamente, neste caso a redução da inflação somente era possível temporalmente à medida que se pudesse colocar um volume maciço de dívida interna e que a monetização pela redução do ritmo da alta de preços permitisse substituir o enorme fluxo de recursos que o imposto inflacionário gera. Para agravar as coisas, mas com o intuito de atrair o empresário industrial, a reforma começou com uma forte redução do imposto sobre o valor agregado, o que comprometia ainda mais a situação fiscal. A dívida interna acumulada neste período elevou-se muito, assim como os salários e o gasto público, em termos do numerário escolhido para controle, que era a taxa de câmbio comercial ou controlada. Isto também contribuiu para agravar a situação inicial.

A forma de colocar a dívida interna foi assegurar aos seus detentores um retorno elevado em termos de divisas estrangeiras. Com tal procedimento se estava comprando uma menor inflação presente em troca de uma maior inflação futura. Uma prova disso é que toda a colheita de grãos foi vendida por antecipação e os dólares deram entrada no Banco Central como forma de aplicar estes recursos às altas taxas internas de juros. Adicionalmente se maximizava o lucro se, no caso de uma crise, entrasse em vigor o controle de câmbio, pois que as divisas haviam sido vendidas por antecipação. A queda artificial da inflação que se mostra na Tabela 2 deveria ser posteriormente compensada por uma maior inflação, dado que o mecanismo utilizado para sua redução fora o aumento do endividamento. Em particular, pela colocação da dívida a prazo muito curto, o programa era muito vulnerável a uma crise de confiança, já que a não renovação da dívida interna implicava sua imediata monetização. Fundamentalmente, a única forma de preservar algum equilíbrio era

TABELA 2
Taxa de inflação trimestral

1988 I	38,23
II	60,03
III	79,10
IV	23,10
1989 I	39,70
II	410,57
III	347,15

ter um superávit operacional no Tesouro e no setor público não financeiro e utilizar a margem que desse o imposto inflacionário para servir a dívida interna. Mesmo esta estratégia era limitada, já que boa parte da dívida interna estava dolarizada.

Se bem que o Plano Primavera não explique de modo algum o fenômeno hiperinflacionário, pode-se concluir que o mesmo debilitou ainda mais a situação fiscal já comprometida, agregando uma dose inevitável de inflação adicional para compensar o excesso de endividamento incorrido no período.

A campanha eleitoral influiu de maneira decisiva no processo desencadeador da hiperinflação. Promessas absolutamente divorciadas da realidade econômica, anúncios de aumentos excepcionais de salários, anistias tributárias, a possibilidade de repudiar títulos da dívida pública, reformas financeiras (boa parte dos títulos estava colocada no sistema bancário) que na verdade implicavam graves custos para os poupadores, apoios às províncias e ao sistema de subsídios existente, tudo afetava ainda mais a crise fiscal preexistente. Particularmente, existia a presunção generalizada nos setores empresariais e financeiros de que a eleição deveria ser aguardada com o portfólio em dólares. Dado que a autoridade monetária detinha uma posição em divisas negativa a curto prazo (as reservas eram inferiores aos pré-financiamentos e vendas antecipadas de divisas e aos depósitos de curto prazo em moeda estrangeira, que provinham de um encaixe de 100% sobre as aplicações em divisas no sistema financeiro), a única correção possível era no nível geral de preços e, em particular, na taxa de câmbio, a qual, como se observa na Tabela 3, alcançou níveis excepcionais. A demanda de austrais que permaneceu foi basicamente com vistas a pequenas transações ou àquelas aplicações que, por sua correção retardada, permitiam realizar lucros excepcionais. O ajuste por este caminho não foi maior porque, por diferentes procedimentos, forçou-se uma determinada demanda de austrais.

Na prática torna-se muito complexo o desenvolvimento de um sistema político quando se está disposto a deixá-lo à beira do abismo na contenda eleitoral com propostas que implicam, por exemplo, a queda a níveis incríveis da demanda pela moeda doméstica por causa de promessas feitas.

Outro fator decisivo foi a reação tardia do governo quando se desencadeou o processo hiperinflacionário. Estava claro, para qualquer observador, que não se dispunha de reservas para sustentar a taxa de câmbio, que as dívidas colocadas no sistema bancário não podiam ser aumentadas em termos reais, que a aceleração da

TABELA 3

<i>Dólar exportação^a</i>	
1986	100,0
1987	103,0
1988	98,3
1989	133,0
1989-Janeiro	83,7
Março	87,7
Abril	209,1
Maio	210,6
Junho	161,2
Julho	138,6
<i>Dólar livre^b</i>	
1985-Julho	100
1985	92
1986	71
1987	81
1988	80
1989	119
1989-Janeiro	64
Fevereiro	87
Março	120
Abril	144
Maio	162
Junho	237
Julho	128
Agosto	95
Novembro	34

^a Ver *Indicadores Económicos*, BCRA, 1990.

^b Ver FIEL, *Indicadores de Coyuntura*, nov. 1990.

velocidade do M1 requeria um superávit nas contas do Tesouro excluído o serviço da dívida externa. O ajuste dos salários não poderia exceder o ritmo de inflação do mês anterior (a inércia em um processo de aceleração inflacionária tem efeito retardante na taxa de inflação), de modo a impedir a dolarização extrema da economia. As tarifas dos serviços públicos, com relação aos salários, deveriam ser as mais altas que se pudessem computar em termos históricos como também em função do nível geral de preços. Os impostos de base fixa, sobre o valor dos imóveis, por exemplo, deveriam ser rapidamente ajustados assim como as multas de mora.

Lamentavelmente, a reação do governo não foi essa, sendo que se produziu um atraso tarifário muito significativo e os salários aumentaram normalmente além da inflação do mês anterior, rompendo a inércia e contribuindo para a propagação inflacionária. O desequilíbrio fiscal se ampliou consideravelmente, já que o cancelamento das dívidas em dólares do Banco Central exigiu a aquisição, por parte do governo, de dólares a um preço excepcionalmente alto. Assim, por exemplo, se contabilizou um desequilíbrio de 33% do PIB, conforme enfatizamos em um trabalho anterior (ver *La estabilización*). Isto encontra explicações principalmente na necessidade de grandes compras de divisas para atender ao cancelamento dos pré-financiamentos, aos depósitos em dólares e ao pagamento de todas as importações que haviam sido financiadas. Um exemplo dramático da reação tardia e equivocada foi a pretensão do governo de controlar a taxa de câmbio quando sua posição em divisas já era negativa, de baixar o preço do combustível para 0,07 dólares por litro quando habitualmente custava de 0,60 a 0,50 e de manter as multas que, no passado, em geral eram o dobro da taxa de inflação em um nível inferior em 1/5 dela.

7 - Os programas anti-hiperinflação

O primeiro programa para enfrentar a hiperinflação foi posto em marcha em 8 de julho de 1989. Tratava-se de um choque não ortodoxo no sentido que implicava uso muito intenso das políticas de renda e, em particular, do controle de câmbios.

As principais medidas foram as seguintes:

Elevação das tarifas públicas 700%

Aumento de salários 220%

Desvalorização 210%

Os subsídios foram suspensos em 50%, assim como se estabeleceu uma política muito restritiva em matéria de gasto público e transferências, manteve-se uma série de medidas adotadas durante a hiperinflação, tais como os impostos especiais de 20% sobre as exportações industriais e de 30% sobre as agrícolas, o pagamento em títulos de médio prazo dos subsídios às exportações e, por último, um conjunto de impostos de emergência que tinham como base de sustentação um nível muito

TABELA 4
Taxa de câmbio real comercial

Média 1982/89	100
Julho 1989	148
Outubro 1989	113

FONTE: Carta Económica, nov. 1989

TABELA 5

Dívida interna remunerada do setor público consolidado

	Dólares	Dívida	Número
	Correntes	total/M2	índice
1986-I	5025	51,7	108,1
II	5961	51,6	118,3
III	6277	54,3	123,0
IV	5772	53,2	122,0
1987-I	6167	31,3	141,4
II	6528	65,3	150,0
III	6098	68,9	147,1
IV	5891	73,5	137,0
1988-I	6122	77,6	151,6
II	7239	86,0	156,7
III	8213	93,4	157,4
Outubro	9400	88,3	162,6
Novembro	9904	82,8	168,6
Dezembro	10696	81,6	175,6
1989-Janeiro	11708	82,9	190,0
Fevereiro	9508	91,3	207,0
Março	7477	104,6	227,7
Abril	7725	136,1	246,1
Maio	7169	190,4	251,7
Junho	5230	222,6	249,1
Julho	5234	166,7	129,8
Agosto	6582	137,9	141,1
Setembro	7563	123,9	150,9
Outubro	7591	109,4	158,1
Novembro	6344	104,1	158,4
Dezembro	58116	111,4	132,5
1990-Janeiro	249	7,7	5,0

FONTE: R. Frenkel e M. Damill, *Hiperinflación y estabilización: la experiencia argentina reciente*, 1990.

TABELA 6
Tarifas públicas reais

1980	75,9
1981	86,0
1982	67,5
1983	73,7
1984	86,3
1985	93,8
1986	100,0
1987	97,8
1988	94,4
1989	77,1
1989-Junho	36,6
1990-Novembro	109,5

FONTE: *Indicadores Económicos*, BCRA, 1990

TABELA 7
Salário real em dólares por hora trabalhada

	Real	Dólares
1982	76,8	77,4
1983	95,0	79,1
1984	120,8	115,2
1985	106,1	89,9
1986	100,0	100,0
1987	92,4	96,1
1988	88,8	92,2
1989	75,0	64,3
1989-Julho	55,9	35,8
1990-Julho	80,0	115,7

FONTE: *Indicadores Económicos*, BCRA, 1990.

elevado da taxa de câmbio real como consequência do processo hiperinflacionário (conforme se verifica na Tabela 4).

O nível dos salários reais ficou muito abaixo dos níveis históricos mesmo quando refletia uma dramática redução da produção *per capita*, do emprego e da renda nacional por conta do endividamento e da deterioração das relações de troca (ver Tabelas 7, 8 e 9). Não obstante, não era este o problema principal, mas sim que o

TABELA 8
Poder aquisitivo

1980	95,4
1981	89,2
1982	78,5
1983	93,1
1984	110,1
1985	100,0
1986	105,6
1987	96,9
1988	86,4
1989	69,0
1990-Novembro	86,7

FONTE: FIEL, *Indicadores de Coyuntura*, nov. 1990.

TABELA 9
Operários ocupados na indústria de transformação

1970	100
1980	88,1
1981	77,1
1982	73
1983	75,4
1984	77,6
1985	74,7
1986	71,7
1987	71,3
1988	72,1
1989	66,4
1990	62,5 ^a

^aPreliminar

programa essencialmente dependia de que a política de salários nominais não afetasse a fixação da taxa de câmbio.

Evidentemente, o risco de fortes variações nesta última alterava a demanda pela moeda doméstica bem como a situação do sistema financeiro em um contexto de extrema fragilidade como consequência do processo hiperinflacionário.

Outro fator muito importante foi o refinanciamento da dívida interna. Na realidade, existiam diversos títulos públicos que ofereciam uma variedade de meca-

nismos de ajuste para reter os recursos dentro da economia, permitindo as mudanças de portfólio que os agentes econômicos desejassem. Além do mais, o sistema bancário detinha um título que implicava uma esterilização muito significativa dos seus recursos creditícios e uma série de títulos e depósitos com 100% de encaixe, os quais haviam sido emitidos imediatamente depois da crise cambial, no começo da hiperinflação, e que procuravam conter uma fuga maciça em direção à moeda estrangeira, oferecendo uma rentabilidade extravagante. Estes últimos títulos e depósitos foram refinanciados por vários anos em bônus de consolidação que tinham diferentes cláusulas de ajuste (taxa de juros, dólar comercial e dólar financeiro).

É natural que este reescalonamento forçado dos vencimentos de parte da dívida pública afetasse a estabilidade jurídica e fosse condicionar fortemente qualquer dificuldade que se apresentasse na política governamental. De algum modo a colocação voluntária da dívida ficara comprometida e isto se agravaria ainda mais com as medidas estabelecidas pelo Plano Bonex.

A situação das reservas do Banco Central era absolutamente extrema nos primeiros dias do governo Menem. Para sua reconstituição se usaram dois procedimentos: por um lado, a recuperação da monetização de M1, que havia caído ao nível de praticamente 600 milhões de dólares (em dezembro de 1990 seu valor era de US\$ 5 milhões; em dezembro de 1986, US\$ 4.120 milhões), o que abria ao Banco Central uma fonte de recursos não desprezível; o outro mecanismo utilizado, a colocação da dívida interna pública pelo sistema financeiro, permitiu, por sua vez, a aquisição maciça de reservas, porém neste caso a um custo excepcional. Sem contar os primeiros meses (julho, agosto), com o plano relativamente consolidado, pagava-se 6% ao mês com a taxa de câmbio fixa por um período que, segundo os porta-vozes governamentais, estender-se-ia por anos. Obviamente, tal situação era insustentável já que a taxa de crescimento da dívida interna se tornava explosiva (os juros se capitalizavam).

A percepção, em outubro, de que iam ocorrer importantes aumentos salariais em dólares gerou uma mudança de portfólio que, em termos gerais, o Banco Central tentou contrarrestar, retirando liquidez aos títulos públicos, elevando a taxa de juros e, ainda que pareça incrível, colocando novos títulos em condições de rentabilidade excepcional. Como se observa na Tabela 10, a taxa de juros elevou-se crescentemente e, como o grosso da dívida interna se ajustava por ela, isto implicava, cada vez mais, capacidade de comprar dólares a um preço fixo. Dado o reduzido prazo de vencimento da mesma, algo em torno de sete dias em média, era máxima a pressão por este prisma.

A consequência inexorável foi que o Banco Central começou a perder reservas e as taxas de juros subiram a níveis absolutamente excepcionais. A reação que se previa era de que o governo iria tratar de renovar o financiamento de maneira forçada por meio de um mecanismo que não era fácil de discernir. Em princípios de dezembro se refinanciaram em termos coercitivos os vencimentos dos Bônus de Consolidação e outros títulos em moeda local com vencimentos durante o ano de 1990. A reação dos agentes econômicos se traduziu em uma violenta corrida de rejeição da moeda local, muito embora o governo tivesse determinado uma desvalorização de 60% e uma alta nos preços públicos de magnitude similar (ver a Tabela 11).

O programa teve uma duração de três dias e a renúncia do Ministro da Economia obrigou a ensaiar uma nova política econômica.

Esta consistiu em liberar todos os preços e salários, inclusive a taxa de câmbio. Isto foi feito em um marco de indefinição da política orçamentária e monetária que tornava impossível precisar qual fator permitiria fazer o programa convergir para um resultado razoável. Os analistas econômicos o denominaram "plano nada" ou a

TABELA 10
Taxa de juros passiva (equivalente à efetiva mensal)

(Em %)

1989-Julho	27,5
Agosto	12,7
Setembro	7,4
Outubro	6,3
Novembro	9,7
Dezembro	40,5

TABELA 11
M2 como % do PIB

1988-Dezembro	19,4
1989-Janeiro	21,5
Fevereiro	21,4
Março	20,6
Abril	18,1
Maio	14,2
Junho	12,8
Julho	8,9
Agosto	10,5
Setembro	12,2
Outubro	13,7
Novembro	14,4
Dezembro	11,4
1990-Janeiro	6,1
Fevereiro	4,9

liberação das variáveis sem qualquer política. Outro não poderia ser o resultado senão uma brusca elevação da taxa de câmbio e das taxas de juros que, dada a situação da dívida pública, ajustável pela taxa de juro e de prazo muito curto, se traduzia em uma elevação sistemática do déficit público e em uma fuga maior da moeda doméstica, a qual, pelo aumento de sua velocidade gerava uma tendência à explosão inflacionária.

O governo avaliou que dispunha de duas alternativas que, em termos gerais, consistiam em uma brusca elevação do nível geral de preços (obter a conversibilidade da base monetária com as escassas reservas de divisas no Banco Central através de uma violentíssima desvalorização de modo a dar um respaldo de 100% à moeda) ou em uma punção monetária que reduzisse o excesso de liquidez (convertendo os depósitos em títulos de prazo muito longo, baixa rentabilidade e trocados a um câmbio muito desfavorável).

A possibilidade de um excesso de dinheiro (*monetary overhang*) em uma economia livre e sem controle de preços é, na verdade, difícil de entender sequer como uma possibilidade teórica. Na prática, esse não era o problema, o dinheiro tendo-se reduzido a um nível mínimo em termos reais. A dificuldade central residia no desequilíbrio fiscal e na ameaça ao direito de propriedade, além do que se passava em moeda local, produto da discussão pública dessas alternativas.

A opção final foi pela punção monetária, que reconverteu praticamente a totalidade dos depósitos a prazo fixo (o montante isento era de 1.000.000 austrais ou, aproximadamente, US\$ 550).

A fortíssima iliquidez que se gerou *a posteriori* forçou uma queda da taxa de câmbio nominal de um nível de 1.800 austrais por dólar para uma cifra de aproximadamente 1.350 austrais por dólar. A impossibilidade do pagamento de ordenados e impostos por parte do setor privado forçou uma liberação de depósitos das empresas para serem aplicados com este fim. Em consequência, permaneceram dentro do refinanciamento forçado principalmente os pequenos e médios poupadores. Os grandes depositantes, como as empresas, puderam aplicar os recursos e os demais se encontravam fora do sistema bancário argentino, com recursos depositados no exterior. Onde o resultado do refinanciamento forçado surpreendeu possivelmente os grandes detentores foi na conversão do resto da dívida pública (bônus de consolidação, letras do Tesouro de curto prazo, etc.).

Concretamente, o programa que foi anunciado como um regime de política econômica que eliminaria a hiperinflação acabou por acelerá-la fortemente, devido à fuga do dinheiro doméstico que provocou nas pessoas (isto é possível avaliar pelas taxas anualizadas de inflação apresentadas na Tabela 12).

Em princípios de março de 1990, o governo lançou o terceiro plano econômico do Ministro Erman González e o quinto do governo que assumiu em julho de 1989, em uma situação extremamente crítica.

O programa foi qualificado pelos analistas como modesto e brutal. Modesto porque sua base conceitual e seus objetivos eram relativamente simples: alcançar um superávit operacional que permitisse financiar as obrigações em austrais do SPNF (setor público não financeiro) e utilizar a criação de dinheiro (imposto inflacionário) de modo a adquirir as divisas necessárias para servir os compromissos

TABELA 12
Inflação
Varição anual em dezembro

(Em %)

1974	40	1983	434
1975	335	1984	688
1976	348	1985	385
1977	170	1986	82
1978	169	1987	175
1979	140	1988	387
1980	88	1989	4924
1981	138	1990	1344
1982	210		

Varição com relação aos 12 meses anteriores

	1989	1990
Janeiro	387,0	8165,3
Fevereiro	383,2	12085,5
Março	392,8	20263,1
Abril	460,6	16904,1
Maio	764,6	10724,3
Junho	1472,0	5648,3
Julho	3611,4	2047,7
Agosto	3909,1	1696,8
Setembro	3825,2	1800,7
Outubro	3702,8	1838,4
Novembro	3731,8	1832,2
Dezembro	4923,7	1343,9

inadiáveis em moeda estrangeira (organismos multilaterais, títulos externos que tinham sido utilizados no refinanciamento forçado) e reconstituir as reservas que haviam baixado a um nível mínimo no processo anterior. Para tanto, contava-se com o fato de que o dinheiro para transações caíra a um nível mínimo e era previsível sua reconstituição em um cenário mais normal. Por outro lado, a redução da oferta de crédito, em consequência da redução do dinheiro, gerou uma taxa de juros tão espetacular que obrigou bancos e empresas privadas a repatriar dólares de sua disponibilidade.

A venda de dólares por parte do público e a recomposição de reservas pelo Banco Central produziu um enorme efeito sobre a reversão das expectativas, somando-se à percepção de que o valor do dólar em termos reais estava muito elevado, assim como de que existia uma margem de monetização que dava um considerável espaço de manobra à autoridade monetária.

O qualificativo de brutal foi dado porque o programa foi instrumentado em um contexto de grande incerteza e, além do mais, a condução econômica fez da incerteza o centro de sua política. A hipótese central foi de que não há especulação possível onde não existe uma regra de política econômica. Também é certo que em tal circunstância haveria uma atonia produtiva, um subdesenvolvimento do mercado de capitais e uma impossibilidade de retorno dos recursos que haviam saído do país no caos hiperinflacionário.

O programa, deve-se reconhecer, foi um êxito em relação à catástrofe anterior. A taxa de inflação se reduziu dos 20.000% anuais para menos de 1.000% e é provável que seja inferior a 300% em março de 1991. Em termos de uma economia racional, previsível, com acumulação de capital, incorporação tecnológica e crescimento da renda *per capita*, a política da incerteza será seguramente um fracasso completo. Além do mais, no sentido mais estrito da capacidade de alcançar uma estabilidade como a obtida pelo Chile ou pelo México, tal estratégia mostrou-se claramente incapaz de reproduzir esses resultados.

Em especial, a persistência no tempo de uma grave defasagem cambial, de uma disparidade pronunciada dos preços relativos e do acúmulo de compromissos fiscais adquiridos acrescenta um tom de séria cautela sobre a viabilidade futura do plano (ver Tabela 3).

A pergunta central é por que se verificou uma defasagem cambial tão significativa tendo em conta as experiências vividas no passado.

O primeiro elemento importante a destacar é que a punção monetária criou uma iliquidez de características extremas na economia. A reconstituição de um saldo mínimo de haveres na moeda doméstica forçava uma política monetária muito dura, particularmente se a autoridade monetária não estava disposta a comprar os dólares que se lhe ofereciam.

Em segundo lugar, a política fiscal não era capaz de gerar uma margem líquida de modo a financiar os pagamentos externos públicos e, conseqüentemente, forçava um endividamento adicional muito explícito tanto em divisas como na moeda local. A questão é que não havia espaço para o excesso de pressão que um superávit comercial excepcional exercia sobre o valor do dólar, acompanhado neste caso de um déficit público superior ao serviço da dívida externa. Com a estabilização, ao frear-se a fuga de capitais, sobraram dólares por todos os lados, já que o setor público, principal demandante dos mesmos, não dispunha de superávit para comprar divisas.

Em terceiro lugar, o imposto inflacionário que, historicamente, dera cobertura a uma parte substancial do déficit público, neste caso não foi utilizado na dimensão anterior, quando ao menos atendia à responsabilidade de comprar o superávit comercial. A ênfase em baixar a inflação levou a uma política de compras reticente,

a qual, no referido contexto de desmonetização, iria forçar uma forte valorização da taxa de câmbio.

Em quarto lugar, a dívida pública interna, expressa em moeda estrangeira, subiu também num ritmo significativo, impondo uma pressão sobre a taxa interna de juros que, por sua vez, depreciaria o valor do dólar. A medição disso não é simples, uma vez que à dívida pública normal dever-se-ia somar o crescimento do endividamento dos bancos oficiais das províncias, assim como os atrasados em pagamentos a fornecedores e credores não honrados e ainda os subsídios deferidos no tempo.

Dito em outras palavras, a defasagem cambial, de forte efeito na taxa de inflação e na melhoria da renda dos assalariados, foi alcançada em virtude de uma dívida que crescia a um ritmo maior que a moeda (M1), a qual, por seu turno, o fazia a um ritmo superior ao do produto interno bruto. A menor inflação de hoje é a maior inflação de amanhã, já que não existirão os recursos fiscais genuínos para honrar esta dívida sem o recurso à emissão monetária (ver a Tabela 13).

Para finalizar, convém assinalar que o ajuste se deu mais por uma razão de necessidade do que por vocação de estabelecer uma economia mais ordenada. Na realidade, não existem os recursos para financiar um desequilíbrio público de magnitude maior que a verificada, a não ser que se retome o caminho hiperinflacionário. Não há lugar para o endividamento interno (a taxa de juros real chegou a níveis exorbitantes) e tampouco é possível incorrer em um ritmo de atrasos maiores que os já verificados. A deterioração da infra-estrutura também não permite a postergação *sine die* do desequilíbrio fiscal (mesmo que este pareça ser o fator mais importante de ajuste no presente. Não obstante, a privatização da conservação de estradas e a cobrança de pedágios está definindo os limites do processo).

TABELA 13

Montantes em moeda constante de dezembro de 1989

Período	Depósitos em bancos oficiais das províncias (1)	Titulos públicos nacionais em austrais (2)	Dívida pública em austrais (3)	M1
Março	383.980	788.621	1.172.600	1.167,5
Abril	425.946	924.575	1.350.522	1.506,5
Maiο	457.993	971.421	1.429.415	1.803,9
Junho	940.976	1.079.014	2.019.990	1.997,4
Julho	946.973	1.203.955	2.150.929	2.177,7
Agosto	919.393	1.294.911	2.214.305	1.958,8
Setembro	672.575	1.382.642	2.055.217	1.646,2
Outubro	755.788	1.493.539	2.249.327	1.674,2

(1) Médias de saldos diários.

(3) = (1) + (2).

8 - As lições fundamentais

A experiência argentina, por suas características, variedade de alternativas e fracassos, permite destacar alguns pontos fundamentais.

a) A necessidade de um programa integral

O problema a resolver é o da solvência e reconstrução do Estado, sem o que não poderá haver controle inflacionário e, o que é pior, financiamento para o investimento e mercado de capitais. Não há outra alternativa senão um ajuste fiscal de caráter permanente.

b) A recuperação das receitas públicas

Uma parte essencial do término do desequilíbrio é a recuperação das receitas públicas. Dada a queda das remunerações do setor público, não é viável pensar em reduções adicionais do gasto por essa ótica, como tampouco torna-se possível fazê-lo nos investimentos em infra-estrutura ou manutenção. Para preservar as receitas públicas é essencial evitar o atraso tarifário das empresas estatais e dos serviços administrativos cobrados. Sob esse prisma também é importante evitar a defasagem cambial ou a valorização da taxa de câmbio, pois debilita a arrecadação tributária sobre o comércio exterior, tão significativa nos países latino-americanos. A recuperação das outras receitas forma parte natural da reforma estrutural.

c) A política de rendas

Na prática sempre existem políticas de rendas, explícitas ou implícitas, restritas ou amplas. O importante é que, na sua ausência, o processo de alcançar um novo equilíbrio pode-se prolongar e ter fortes efeitos sobre o nível de atividade. O objetivo da política de rendas não é a redistribuição, mas sim evitar um processo de estabelecimento de preços relativos muito distantes do equilíbrio final da economia. A confusão conceitual sobre este problema trouxe muitos danos aos programas de estabilização. A redistribuição de renda é tarefa da política fiscal, não da política de rendas.

d) A crise estrutural e a solvência pública

Conforme se enfatizou ao longo do trabalho, a hiperinflação revela uma crise estrutural de dimensão excepcional que obriga a uma reorganização global da economia. Entre outros elementos, ter-se-á que rever a questão da manutenção de muitos segmentos sob propriedade pública. Neste ponto é vital que o Estado lance

mão desses recursos para recompor sua solvência e não para financiar desequilíbrios insustentáveis ou políticas cambiais irrealistas.

Abstract

The paper analyzes the recent Argentine experience, including the two instances of hyperinflation of the years 1989/90 and the failed attempt to stabilize the general price level. It also studies the main features of the inflationary phenomena as well as the basic requirements to be met by a plan in order to be successful. Finally, it reviews the process that ended in the first hyperinflation as well as the reason of the failure of the first attempt to stop the rocketing rate of increase of the price level, and subsequent program that fortunately obtained a relative success. The last part lays down the main lessons to be learned from the Argentine experience.