

## POLÍTICA COMERCIAL EM 2019 Retomando a abertura interrompida?

## POLÍTICA INDUSTRIAL A estrutura setorial do Brasil explica sua produtividade anêmica?

### OCDE

- Uma visão sobre o processo de acesso e o papel de participação empresarial
- O pedido de acessão do Brasil: aceder a quê e porquê?



## Passado, presente e futuro imediato da economia argentina



Guillermo  
Rozenwurcel



Ramiro Albrieu

**Guillermo Rozenwurcel** é pesquisador do Conicet e professor titular na Universidade de Buenos Aires (UBA) e da Universidade Nacional de San Martín. É economista, graduado pela UBA e Mestre pela PUC/RJ

**Ramiro Albrieu** é pesquisador do Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES) e docente na UBA. É economista graduado pela UBA

Para compreender o desempenho atual da economia argentina e avaliar os resultados da política econômica do governo presidido por Mauricio Macri é necessário levar em conta as principais tendências dos “fundamentos” macroeconômicos. Essas tendências persistem para além das mudanças de governo e de suas políticas econômicas e ideológicas e constituem, há décadas, um obstáculo para o crescimento sustentado.

Isso obedece à influência de dois fatores. Um externo: a recorrente escassez de divisas que está na base do reaparecimento cíclico dos déficits da balança de pagamentos. O outro é interno: a conflitividade social que está na base da geração cíclica de déficits fiscais, os quais, além disso, tendem a perpetuar-se devido à rigidez do gasto público corrente.

Duas mudanças ocorridas na primeira década do século XXI, de efeitos prolongados, mas não percebidos, reavivaram essas tendências: i) o choque financeiro externo, desencadeado em 2008, cujos efeitos sobre o comércio internacional e a globalização se revelaram de natureza duradoura, embora tenham sido percebidos na Argentina como transitórios; ii) o persistente aumento do gasto público verificado desde 2003, que constituiu uma verdadeira mudança estrutural e não meramente cíclica no funcionamento do setor público. Assim, desde o segundo mandato presidencial de Cristina Fernández de Kirchner (CFK), os superávits gêmeos resultantes do superciclo das *commodities* transformaram-se em déficits gêmeos quando o ciclo entrou em sua fase baixista, mantendo-se inalterada a evolução das principais variáveis macro ao longo do segundo mandato de CFK e da primeira etapa do governo de Mauricio Macri.

### O CONTEXTO EXTERNO E A ESCASSEZ DE DIVISAS GENUÍNAS

Quanto aos efeitos atuais da globalização em nosso país, há que se dizer que a economia mundial não se recuperou da crise de 2008. O colapso financeiro foi evitado, mas a economia entrou em uma dinâmica caracterizada por um crescimento raquítico, no qual a modesta retomada dos Estados Unidos e da Europa não consegue reavivar a economia mundial, a tal ponto que economistas do prestígio de L. Summers, P. Krugman e J. Stiglitz entre outros, já falam de um “novo normal”, em que se vislumbra um processo global de estagnação secular (*secular stagnation*).<sup>1</sup>

A locomotiva chinesa também vem se desacelerando fortemente devido ao esfriamento da economia mundial, que freia suas exportações, e às dificuldades enfrentadas pelo “rebalanceamento” de sua economia, incapaz de fazer dis-

<sup>1</sup> Baldwin, R. e Teulings, C. (2014), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, VoxEU.org eBook, CEPR Press.



parar o consumo interno. Para a Argentina, e a América do Sul de uma forma mais geral, ainda que seja difícil prever os impactos de longo prazo da atual evolução da economia chinesa, esse cenário cria dois problemas: por um lado, as exportações de *commodities* da região enfrentarão uma demanda chinesa deprimida, com efeitos adversos sobre os preços e, por outro, suas atividades manufatureiras enfrentarão uma maior pressão competitiva das importações provenientes da China.

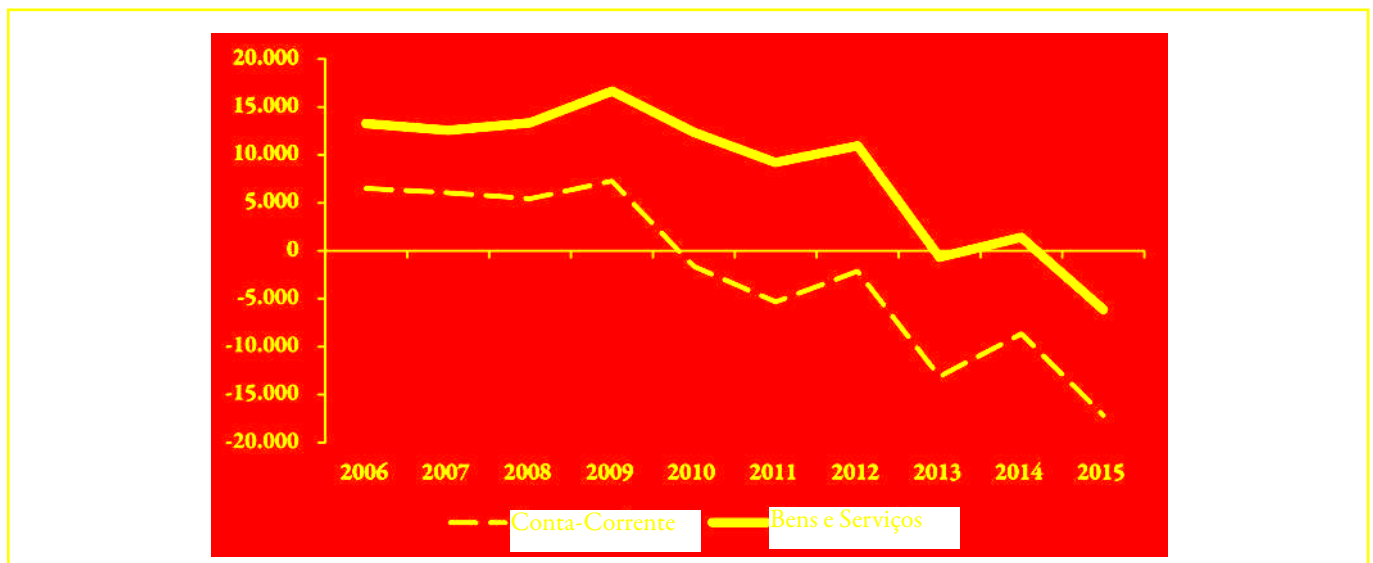
Esse contexto externo não deve chamar a atenção. Uma espécie de “lei de ferro”, sem sustentação teórica, mas com forte base empírica, parece operar na Argentina desde o retorno da democracia. Tanto durante os dois mandatos presidenciais de Carlos Menem, quanto o de Néstor Kirchner e os dois de CFK, o peronismo sempre governou sob condições externas favoráveis. Os governos não peronistas, tanto o de Raúl Alfonsín como o de Fernando de la Rúa, em compensação, sempre tiveram de enfrentar condições externas adversas. Pelo menos em seus primórdios, o atual governo de Mauricio Macri não parece ser a exceção.

A evolução do balanço de pagamentos confirma essa percepção. A partir do segundo governo de CFK as contas externas começaram a deteriorar-se como resultado do agravamento do cenário internacional combinado com políticas domésticas ruins. Conforme dados do Gráfico 1, verificamos que esse governo terminou 2015 com um déficit em conta corrente de US\$ 15,9 bilhões, equivalentes a 2,5% do produto interno bruto (PIB), resultado de um saldo comercial que entre 2011 e 2015 se evaporou, em grande medida pelo aumento do déficit na balança energética, e tornou deficitária a conta corrente, que passou de US\$ 4,4 bilhões (0,8% do PIB) para US\$ 15,9 bilhões (2,5% do PIB), no mesmo período.

Inevitavelmente, o governo de Mauricio Macri teve de encarar a correção dos desequilíbrios externos, que im-

### GRÁFICO 1

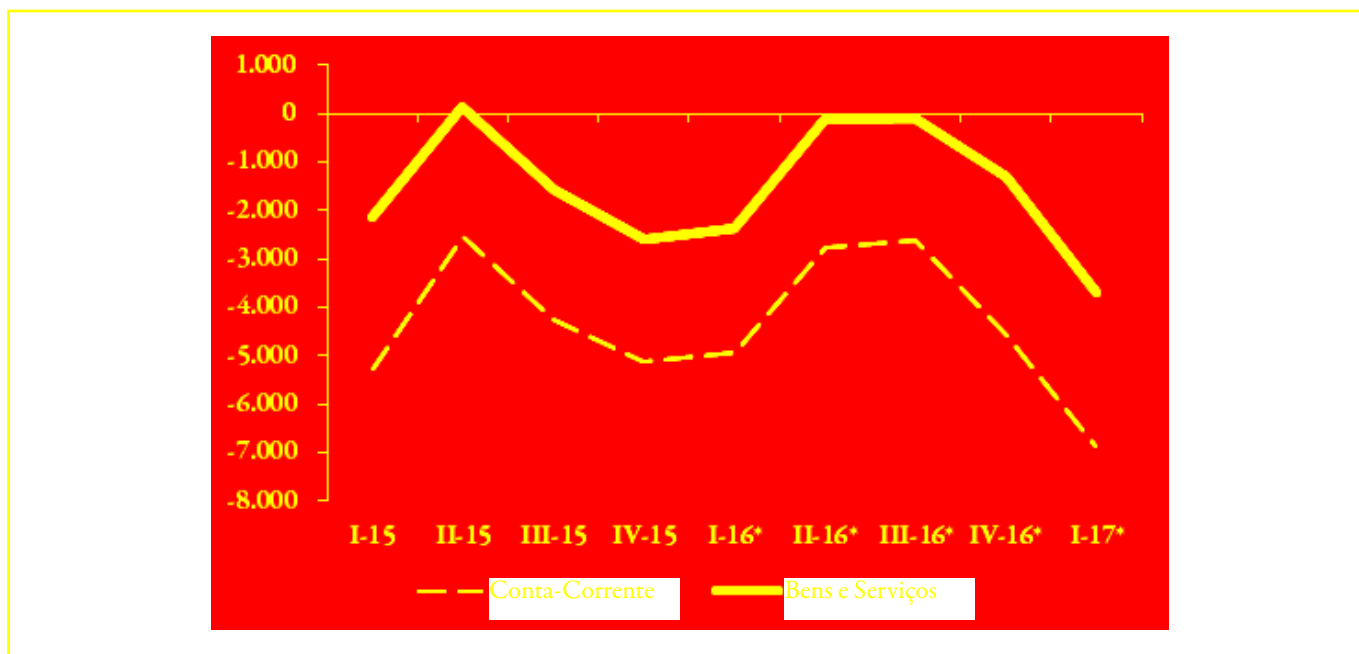
O FIM DO SUPERÁVIT EXTERNO NO PERÍODO 2006-2015 (EM US\$ MILHÕES)



Fonte: Instituto Nacional de Estadística y Censos de la República Argentina (Indec). Elaboração própria.

## GRÁFICO 2

A CONTINUIDADE DO DÉFICIT EXTERNO NO GOVERNO DE MACRI NO PERÍODO 2016-2017  
(DADOS TRIMESTRAIS, EM US\$ MILHÕES)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Indec.

plicava, ao mesmo tempo, tentar melhorar os fundamentos externos e remover as políticas de *mala praxis* do governo anterior (principalmente o “cepo”<sup>2</sup> cambial). Embora a remoção do cepo cambial tenha sido muito bem-sucedida, dado que não acarretou maiores sobressaltos no mercado de câmbio, os resultados iniciais das tentativas de melhoria na competitividade externa foram bem mais modestos. Assim, se bem que as contas externas tenham melhorado no primeiro trimestre de 2016 e a sazonalidade tenha ajudado no segundo (período que concentra o grosso da liquidação de divisas geradas pela comercialização da produção agrícola), depois os números voltaram ao vermelho. De fato, os volumes de exportação baixaram 2% nos primeiros sete meses de 2017 e os volumes de importação cresceram 9%.

Em consequência, como mostrado no Gráfico 2, o primeiro trimestre de 2017 testemunhou o maior déficit em conta corrente em mais de duas décadas.

Quanto a 2017 e aos dois anos seguintes, as projeções do Fundo Monetário Internacional (FMI) sugerem que essas tendências se acentuarão, já que preveem que o

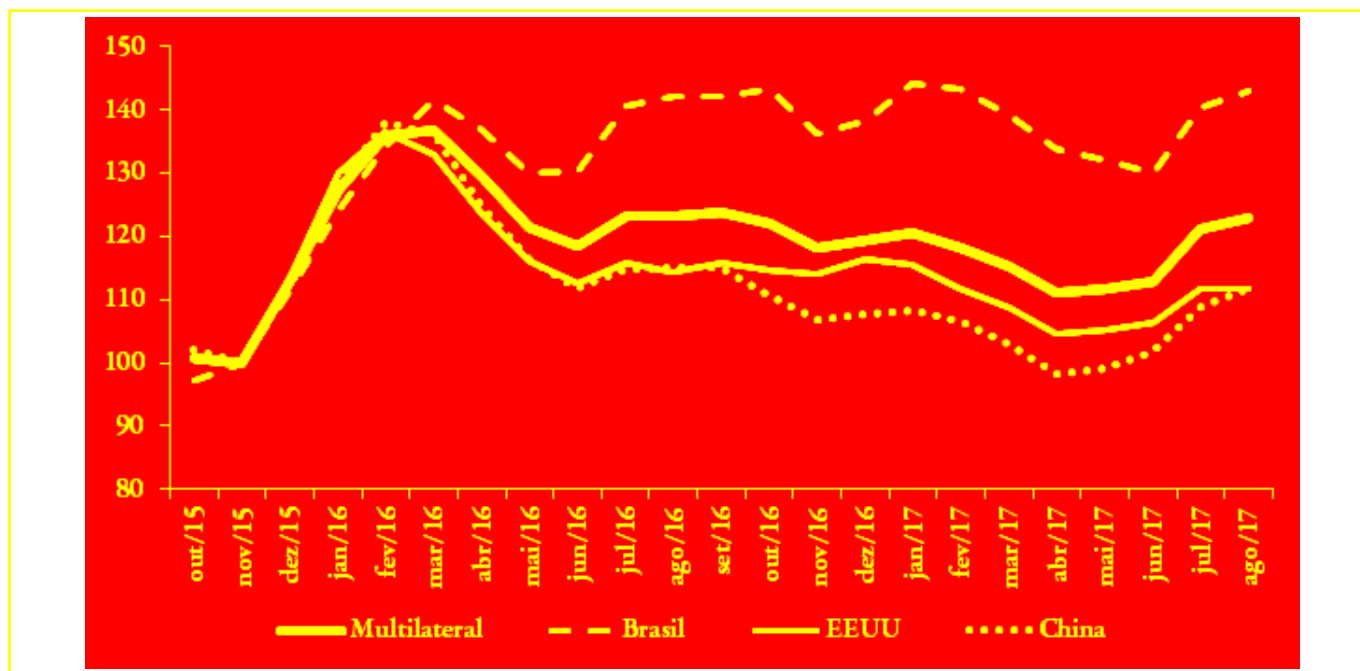
déficit em conta corrente se agravará devido a um crescente déficit na balança de serviços reais e a maiores pagamentos de juros.

A fragilidade na nossa situação externa é reforçada pela incerteza existente quanto à trajetória futura da taxa de câmbio real. Como ilustra o Gráfico 3, após a desvalorização inicial de fins de 2015, as taxas de câmbio bilaterais com os Estados Unidos e a China se deterioraram fortemente ao longo do governo de Mauricio Macri afetando nossa competitividade-preço com os dois sócios comerciais mais poderosos da Argentina; só a paridade com o Brasil se manteve relativamente estável. Este último país, todavia, não nos serve muito como consolo, já que o comércio com o Brasil está muito menos associado à competitividade cambial do que aos níveis de atividade econômica de ambos os países, e a queda livre do vizinho também afetou fortemente nossa posição externa. As dúvidas associadas ao resultado das próximas eleições de meio de mandato, contudo, têm pressionado a alta da taxa de câmbio, e isso contribuiu para dar um pouco de oxigênio nos últimos meses.

<sup>2</sup> NT: Restrições de acesso ao mercado de divisas.

GRÁFICO 3

TAXAS DE CÂMBIO REAIS (OUTUBRO 2015=100)



Fonte: Indec. Elaboração própria.

QUADRO 1

ARGENTINA PRECISARÁ CONTINUAR PAGANDO DÍVIDAS  
ALGUMAS EMISSÕES DE DÍVIDA NOS MERCADOS INTERNACIONAIS

2016	Montante total emitido (em US\$ milhões)	Taxa média de juros (em %)	Prazo médio (em anos)
<b>Países</b>			
Argentina*	30.000	7,00	10
Arábia Saudita	17.500	3,63	15
Itália	8.030	2,53	41
África do Sul	4.250	4,63	16
Brasil	3.000	6,00	21
Chile	2.650	2,70	10
Equador	1.000	10,75	6
<b>Províncias argentinas</b>			
Província de Buenos Aires	3.000	7,79	7
Cidade de Buenos Aires	890	7,63	10
Córdoba	750	7,13	5
Chubut	650	7,75	10
Mendoza	500	8,38	8
Salta	350	8,92	8
Chaco	250	9,50	8
Santa Fé	250	6,9	10

Nota: (\*) Inclui os bônus em pesos subscritos em dólares no exterior. Fonte: Macroview S.A., com base em Ministério da Fazenda, e respectivas empresas.

Um segundo fator de fragilidade a influenciar o cenário futuro resulta da contrapartida desta dinâmica é o aumento do endividamento externo, principalmente do setor público, que implica um risco para a sustentabilidade do endividamento externo no médio prazo, em decorrência do aumento da relação dívida externa/produto (atualmente em torno de 32% do PIB, mas com tendência perigosamente crescente). Ainda que no momento o valor dessa relação não seja preocupante, a questão pode tornar-se problemática no futuro, sobretudo se o contexto internacional se tornar mais restritivo, com consequente aumento de taxas de juros e do prêmio de risco-país, e se a atividade econômica é retomada em ritmo mais lento que o esperado.

Em 2016, a Argentina colocou no exterior papéis por valor de US\$ 30 bilhões, quase o dobro da Arábia Saudita, mais que o triplo da Itália e por montantes incomparavelmente maiores que os da África do Sul e de vários países da região. Além disso, a dívida foi colocada a prazos mais curtos (com exceção do Equador) e a taxas de juros mais altas (de novo com a exceção do Equador). Ao endividamento do governo federal há que se acrescentar, ademais, o muito importante endividamento subnacional, que compreende províncias financeiramente muito frágeis, como Chaco e Salta.

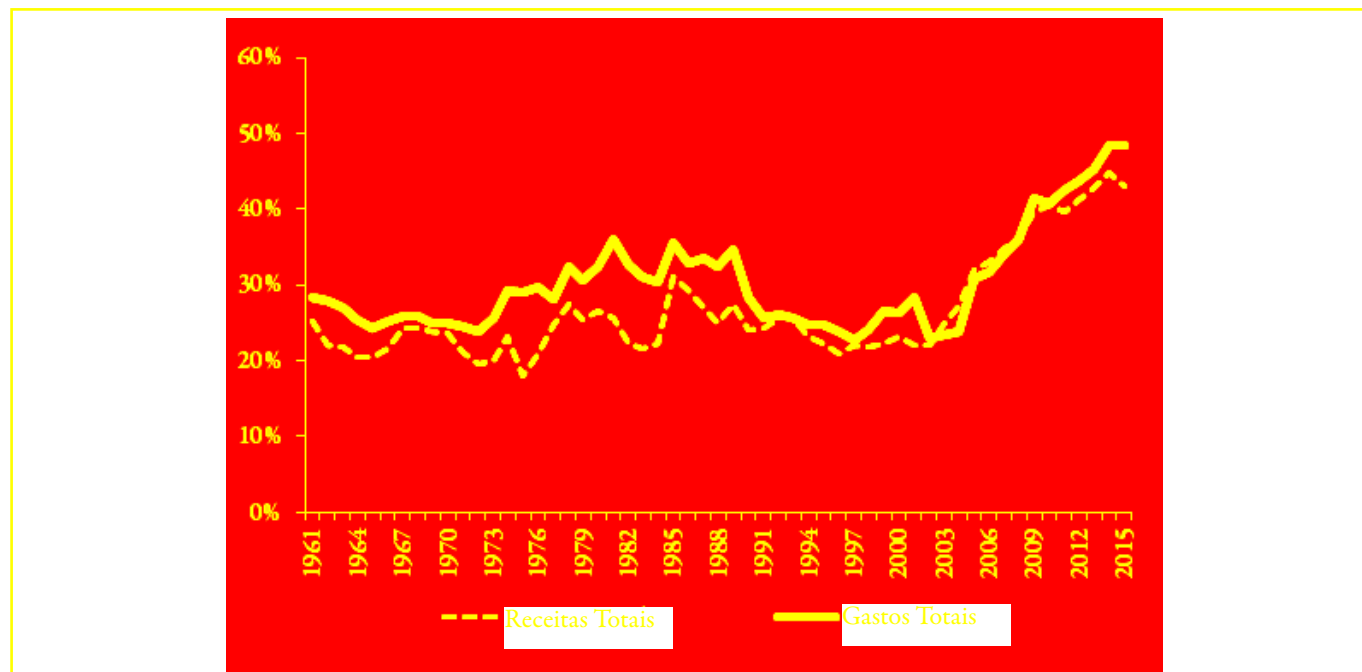
Essas necessidades de endividamento continuarão aumentando nos próximos anos, e a elas deverão ser agregadas as necessidades de refinanciamento da dívida preexistente (*roll over*), dado que nesses anos haverá também vencimentos significativos, que terão de enfrentar condições financeiras que, por conta do “efeito Trump”, são hoje altamente incertas.

## O VIÉS PARA O AUMENTO DO DÉFICIT FISCAL

Um dos pontos mais destacados na estrutura econômica argentina no novo século foi o aumento do tamanho do Estado. Em 2002, ao terminar a crise, o gasto público total do setor público argentino não financeiro em relação ao PIB era de 24,6%, enquanto em 2015 chegou a 44,6%. Um incremento de 20 pontos percentuais (p.p.) do PIB. O número de funcionários públicos passou de 2,3 milhões para 3,9 milhões em igual período. Este processo incluiu tanto os municípios quanto as províncias e a nação. Paralelamente a essa expansão, houve um incremento da pressão tributária, que se situa hoje em 43% do PIB (era de 23% em 2002). A expansão, não obstante, não foi suficiente para cobrir o crescimento do

### GRÁFICO 4

CONTAS FISCAIS DO SETOR PÚBLICO ARGENTINO (EM % DO PIB)



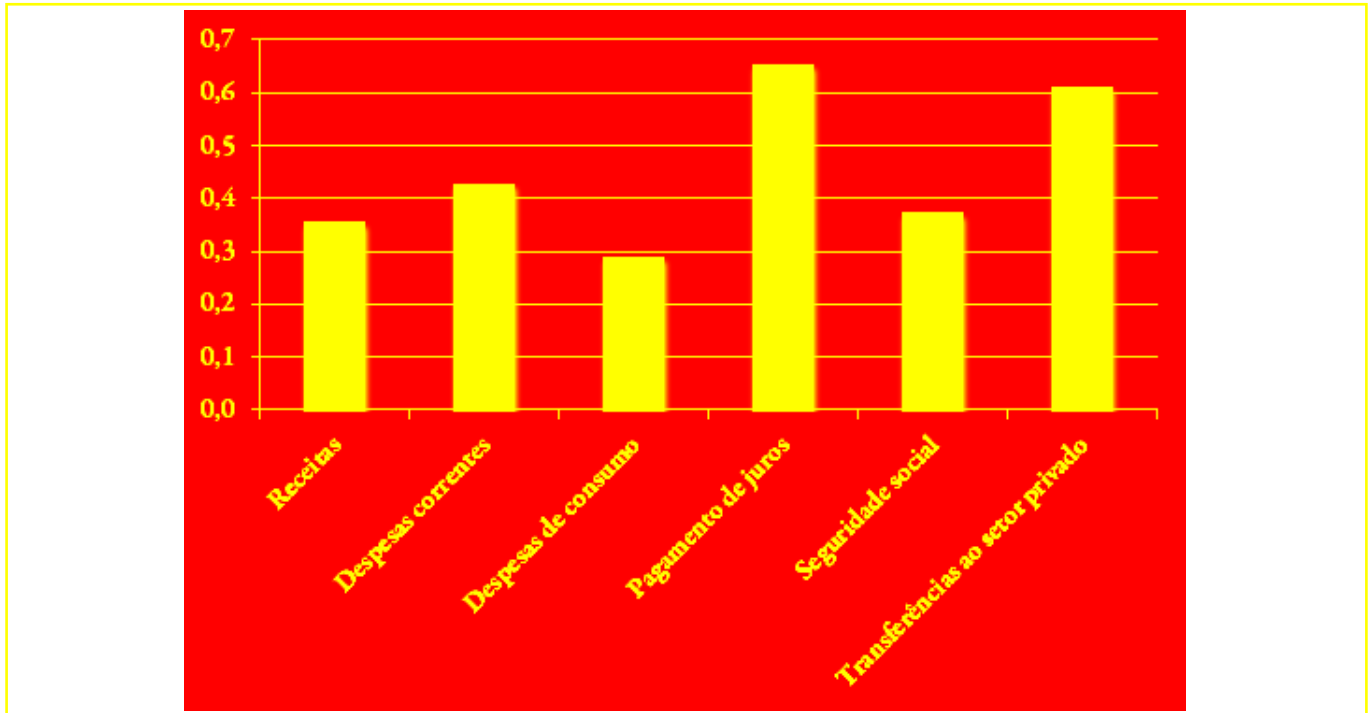
Fonte: Ministério da Fazenda e Finanças Públicas. Elaboração própria.

gasto e a partir de 2009 o superávit fiscal, que vinha sendo registrado desde 2003, converteu-se em déficit. Em 2015 o déficit conjunto nação + províncias se situou em

valores próximos a 6% do PIB. Como o déficit foi financiado em boa medida mediante a emissão, o imposto inflacionário chegou a representar 3% do PIB em 2014.

**GRÁFICO 5**

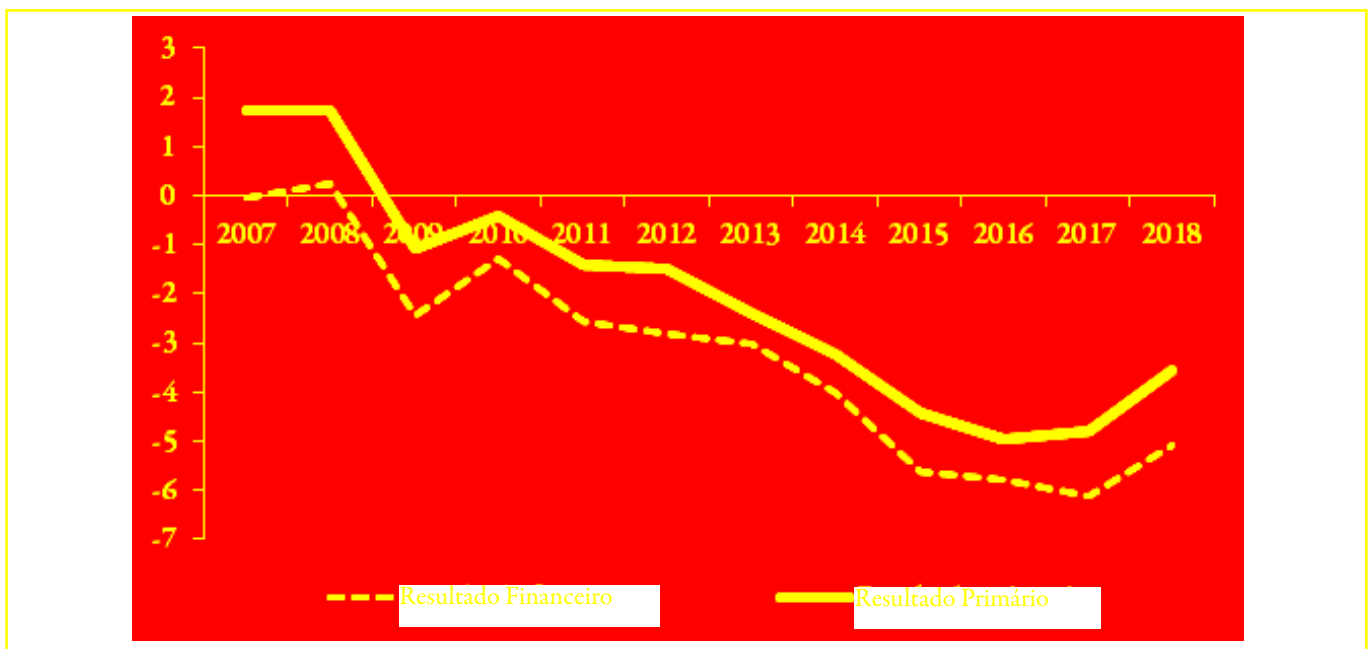
CRESCIMENTO DOS ITENS DAS CONTAS PÚBLICAS EM 2016 (EM % INTERANUAL)



Fonte: Ministério da Fazenda e Finanças Públicas. Elaboração própria.

**GRÁFICO 6**

RESULTADO FISCAL (EM % DO PIB)



Fonte: FMI. Elaboração própria.

A estrutura do gasto também variou. Entre 2003 e 2013 o gasto público social passou de 19,1% para 27,6% e o gasto em serviços econômicos associados à energia e ao transporte, de 1% para 5,2%, medidos em relação ao PIB. As despesas diretamente relacionadas ao crescimento, à educação e ao investimento público perderam peso e o que mais aumentou foram as despesas com a seguridade social (incremento de quase 4% do PIB no período).

O governo de Mauricio Macri tinha um plano bastante claro: reduzir os subsídios econômicos como principal medida para corrigir o desequilíbrio fiscal. O problema é que esse ajuste mostrou-se mais complicado na prática. Não só pela resistência dos setores urbanos que recebiam os subsídios, mas também pelo efeito contrativo da desvalorização e suas consequências fiscais: queda na arrecadação real e maior demanda de instrumentos de estabilização. Assim, em 2016 as despesas aumentaram acima das receitas (43% contra 35%, com a inflação de varejo próxima a 40%), de modo que o resultado fiscal, em vez de melhorar, piorou.

O que podemos esperar daqui para frente? Sem uma profunda reforma fiscal, a tendência ao déficit continuará. De fato, os debates atuais sobre reforma fiscal referem-se à redução da carga tributária como ferramenta para melhorar a competitividade. Isso dificilmente levaria as contas públicas para terrenos superavitários, muito pelo contrário. Maiores despesas financeiras em um contexto de dívida crescente e taxas de juros relativamente altas tampouco ajudarão a melhorar os números. Apenas o crescimento da economia jogará a favor, reduzindo o déficit em relação ao PIB (Gráfico 6).

## EXPECTATIVAS E AJUSTES NA PRIMEIRA METADE DO GOVERNO DE MAURICIO MACRI: INVESTIGANDO MAIS DE PERTO

Empregando uma metáfora automobilística, o governo de Mauricio Macri iniciou sua gestão econômica com uma excelente largada. O diagnóstico do governo entrante sobre os problemas a resolver era adequado: para voltar a crescer de forma sustentada era preciso evitar que as tensões inflacionárias e a escassez de divisas dominassem a cena; era preciso, também, mudar as fontes do crescimento do consumo para o investimento e as exportações. Os primeiros passos nessa direção se centraram em três objetivos de política: romper com a dominância fiscal, recuperar a competitividade externa e ter novamente acesso aos mercados financeiros internacionais.

Quanto ao atraso cambial, à política de unificação cambial e à desvalorização do peso, o novo governo também apontou inicialmente na direção correta: de acordo com o Banco Central da República Argentina (BCRA), entre o início de dezembro e março últimos, a taxa de câmbio real multilateral (que, embora de forma imperfeita, reflete a competitividade externa) se depreciou aproximadamente em 45%. Adicionalmente, a solução do conflito com os *holdouts* abriu as portas para a recuperação do crédito externo. Quanto à desativação dos mecanismos da dominância fiscal, um passo crucial era corrigir o atraso tarifário. As políticas anunciadas pelo governo em matéria de ajuste das tarifas elétricas e de transporte apontaram nessa direção: de acordo com a Associação Argentina de Orçamento e Administração Financeira Pública (Asociación Argentina de Presupuesto e Administración Financiera Pública – ASAP), no primeiro trimestre de 2016 os subsídios econômicos se reduziram em 21% em termos nominais.

Contudo, o governo não conseguiu evitar que o repasse da desvalorização cambial aos preços (*pass through*) desencadeasse uma espiral de aumentos de preços e salários. E ainda, os reajustes preventivos de preços haviam começado antes da desvalorização, não apenas em bens comercializáveis, mas também nos bens não comercializáveis (cujos custos não estão ligados à taxa de câmbio). Isto e mais o impacto direto do aumento da taxa de câmbio nominal resultante da suspensão do “cepo” cambial elevaram de maneira considerável o ritmo da inflação, acima dos registros observados ao final do governo precedente, inclusive antes que começassem as negociações salariais (“paritárias”) e que o reajuste de tarifas se concretizasse.

Entretanto, a forte desaceleração da economia chinesa, a retração do comércio mundial, o fim do *superciclo* de preços altos das *commodities* e a “guerra” de desvalorizações competitivas nas economias emergentes conspiraram contra as melhorias de competitividade perseguidas pela desvalorização do peso. A decisão de manter o preço interno do barril de petróleo em US\$ 65, evitando o ajuste aos preços internacionais, que despencaram e hoje se situam em torno de US\$ 40 e US\$ 45, sem perspectivas de melhora em médio prazo, tampouco contribuiu para aumentar a competitividade da nossa economia.

Tudo isso colocou em evidência que a percepção correta das condições iniciais e um primeiro conjunto de medidas não bastavam. As políticas de correção de preços relativos são custosas em termos sociais e a economia política por detrás da distribuição dos custos é complexa. Ou, sob outra ótica, é bem simples: ninguém quer pagar



pelo ajuste. Por essa razão, apesar de em matéria social ter sido adotado um conjunto importante de medidas bem direcionadas, o governo não conseguiu reduzir os custos e as fricções do ajuste, tanto na macroeconomia quanto para os setores mais vulneráveis.

Com relação aos custos sociais, a elevação da taxa de pobreza – de 29% no final de 2015 para 34,5% em março de 2016, consoante o Observatório da Dívida Social Argentina da Universidade Católica Argentina – é só uma faceta de um novo conjunto de riscos para os mais vulneráveis, que têm seu nó no mercado de trabalho. Uma parte do trabalho formal situa-se, além do mais, na franja da vulnerabilidade. Isso não deve surpreender: as correções de preços relativos sancionadas implicaram atraso dos salários em relação às tarifas e à taxa de câmbio. Como se discute mais detalhadamente a seguir, para amortecer esses custos seria necessário complementar a política anti-inflacionária atualmente centrada na volumosa emissão de letras do Banco Central (*Las Letras del Banco Central* – Lebac) para manter taxas reais de juros em níveis muito superiores ao ritmo esperado da desvalorização, com uma política de rendas orientada a coordenar para baixo os ajustes de preços e salários.

De fato, do ponto de vista macroeconômico, a história argentina sugere que correções significativas de preços relativos são incompatíveis, no curto prazo, com uma desaceleração excessivamente ambiciosa da inflação e, ao mesmo tempo, com uma economia em rápida expansão. Na verdade, o governo subestimou o problema inflacionário, pensando que sua resolução seria alcançada na base de anúncios e de uma política monetária consistente. Em outras palavras, falhou em seu diagnóstico ao ignorar que a dinâmica inflacionária argentina é uma combinação de inércia (que estabelece um piso para a inflação) com choques de preços relativos (que, caso pressionem para a alta, como os induzidos pelas medidas do próprio governo, tendem a acelerá-la).

Dito de outra forma, a política de estabilização lidou com um problema de “sobredeterminação”. Com dominância fiscal (isto é, com uma política fiscal que, independentemente de seu enfoque gradualista, não consegue ganhar consistência e limita a efetividade da política monetária) e mercados financeiros domésticos pouco profundos, essa política enfrenta o seguinte “trilema”: seria fatível, em princípio, alinhar preços relativos e evitar, ou ao menos atenuar, a recessão sempre que se subordinasse a meta de redução da inflação a esses

dois objetivos; também se poderia evitar ou amenizar a recessão e baixar a inflação, sempre que a correção de preços relativos não fosse considerada uma prioridade da mesma ordem que as outras duas; finalmente, poder-se-ia baixar a inflação e se promover um realinhamento dos preços relativos se houver disposição para sacrificar o nível de atividade e emprego. O que não é possível, contudo, é perseguir ao mesmo tempo esses três objetivos (de inflação, atividade e preços relativos) apenas com uma política monetária ativa, mas sem uma política fiscal consistente e renunciando à política de rendas.

A política monetária só pode fazer uma parte do trabalho, absorvendo liquidez e fazendo com que as taxas de juros tornem os ativos em pesos atrativos, mas não pode fazer todo o trabalho se o que se pretende é expandir o produto e o emprego.

Portanto, a política fiscal deve acompanhar os instrumentos monetários. Em nossa opinião, a escolha de um enfoque gradualista foi correta. O problema, porém, foi que a maioria das medidas anunciadas nos primeiros meses de governo – aumento do mínimo não tributável, incremento da Atribuição Universal por Filho (*Asignación Universal por Hijo* – AUH),<sup>3</sup> assim como das aposentadorias, reconhecimento da dívida com os aposentados e transferências às províncias em troca de apoio parlamentar, entre outras –, embora seguramente necessárias, na prática impediram a implementação desse enfoque e tenderam a afetar sua credibilidade. O anúncio de cortes nos subsídios, a principal ferramenta disponível, apesar de ter custos políticos ainda continua pendente no fundamental.

Se o governo viu-se limitado para levar adiante a política fiscal prevista, a decisão de não convocar um amplo acordo político e social para comprometer empresários e sindicalistas no combate à inflação foi produto de sua própria visão do funcionamento da economia. É bem verdade que nem a persuasão nem as ameaças servem para baixar a inflação. Mas também é verdade que, se se pretende que os formadores de preços e salários coordenem suas decisões em função não da inflação passada, mas sim da meta de inflação futura projetada pelo governo, uma política de rendas baseada em um acordo dessa natureza torna-se imprescindível.

Em um plano mais abrangente, uma combinação ampla possivelmente teria tido um resultado mais eficaz do que as negociações caso a caso, ensaiadas pelo governo para reforçar a governabilidade e limitar conflitos internos que parece terem aumentado.

<sup>3</sup> Programa de transferência de rendas similar ao Bolsa Família.

Em síntese, o governo pretendeu inicialmente corrigir preços relativos e baixar a inflação, protegendo ao mesmo tempo o nível de atividade. Por que não conseguiu? O argumento é simples. Se a taxa de câmbio e as tarifas sobem, apelando exclusivamente à política monetária, a queda da inflação demandaria uma forte redução do ritmo de aumento nos preços dos bens não comercializáveis. Não é casual, portanto, a retórica governamental sobre os “abusos” dos aumentos de preços em supermercados. Contudo, para que os setores não comercializáveis sejam a âncora do nível de preços é preciso que sua demanda se reduza, o que raramente deixa de afetar o nível de atividade. Outra opção seria atacar a inflação removendo a proteção sobre setores que competem com as importações (como têxteis ou eletrônicos), mas como se viu em reiteradas oportunidades essa alternativa não freia os preços dos bens não comercializáveis e, além do mais, nesse caso os efeitos sobre a atividade industrial e o mercado de trabalho também tenderiam a ser de magnitude. Por essas razões, na prática o governo optou tacitamente por utilizar a taxa de câmbio nominal como âncora nominal.

### O QUE PODEMOS ESPERAR PARA DEPOIS DAS ELEIÇÕES DE OUTUBRO?

Dado que a inflação continua mantendo, pelo momento, um piso tendencial em torno de 2% ao mês, que ademais não está consolidado, e levando-se em conta que o governo terá que incorporar um novo ajuste de tarifas para substituir “aquele que não foi”, além de demandas salariais que continuam mirando a inflação passada, tudo sugere que as autoridades econômicas se verão tentadas a refazer parte do caminho trilhado nos primeiros meses de 2017, quando a incerteza e as pressões cambiais motivaram uma minidesvalorização da taxa de câmbio, regulada pela venda de divisas do Banco Central, e passar por uma nova etapa de atraso cambial.

Este caminho mostra-se muito sedutor, tendo em vista o conflito que se coloca entre demandas setoriais inconsistentes entre si e os inevitáveis custos da correção dos desequilíbrios macroeconômicos herdados da gestão anterior.

No entanto, a tentação de se promover um atraso cambial, na presença de mercados internacionais à busca de novas oportunidades, em um cenário global pouco atrativo, pode resultar nefasta para o país se, como tantas vezes, prevalecer o “curtoprazismo”, isto é, a tentativa de resolver as urgências imediatas sem atentar para a sustentabilidade futura da economia.

Embora o investimento externo direto demore a concretizar-se, a possibilidade de o país continuar se endivi-

dando é real, mesmo que a inflação ultrapasse a meta do BCRA, o déficit fiscal persista e o atraso cambial reapareça. De fato, além do eventual retorno de recursos externos de argentinos, em virtude de medidas tributárias que incentivem a repatriação de capitais, a reorientação pró-mercado que o governo de Mauricio Macri representa no contexto da região poderá, também, atrair capitais externos, a despeito do que possa sugerir uma avaliação criteriosa dos riscos envolvidos, baseada no real estado de saúde da macroeconomia argentina.

Nesse contexto, 2017 poderá chegar ao fim sem avanços significativos na redução do déficit fiscal e, à falta de outras opções factíveis, o atraso cambial persistirá e os ajustes tarifários terão sido inferiores aos originalmente previstos, contribuindo para moderar as demandas salariais das futuras negociações e consolidar a desaceleração do ritmo da inflação.

Neste marco, a inflação de 2017 estará em torno de 22% e 25%, inferior à deste ano, mas superior ao teto da meta dos 17% fixada pelo Banco Central. Em um contexto internacional pouco favorável, o esperado investimento estrangeiro direto não se concretizará e a taxa de investimento terá permanecido estagnada. Sem embargo, impulsionado pela gradual recuperação do consumo (contrapartida do atraso cambial), o crescimento do produto ficará entre 2,5% e 3% anual, inferior às projeções mais entusiastas que sugeriam taxas da ordem de 4% ou 5%, mas sem dúvida uma mudança bem-vinda de tendência em relação a 2016.

Ademais, não está claro se os “brotos verdes” (*green sprouts*) que começam a ser observados são consequência de acertos da política econômica e não meramente o resultado do ciclo político-eleitoral que demanda medidas “populistas” nos anos ímpares.

A história, porém, pode ser diferente. Este governo reúne as condições para tentar alcançar um cenário mais ambicioso, em que os objetivos de, gradualmente, recuperar a atividade econômica e baixar a inflação não entrem em conflito com o de manter um arranjo de preços relativos que assegure a competitividade da economia a médio e a longo prazo.

No imediato, faltam três coisas para isso. No plano “técnico”, reformular o diagnóstico dos determinantes da dinâmica inflacionária e definir um *mix* de política monetária, fiscal e de receitas consistente com esse diagnóstico. No que tange ao funcionamento do Executivo, superar a fragmentação, o enfoque setorial e a falta de coordenação da política econômica. Finalmente, no

plano político, revisar a estratégia de negociação caso por caso e procurar acordos mais amplos e de maior horizonte para consolidar a base de apoio às políticas do governo e desanuviar as incertezas sobre sua viabilidade.

Para muitos observadores as eleições de outubro de 2017 representam um ponto de inflexão. Se confirmado o apoio que foi dado a Cambiemos nas eleições presidenciais de 2015, as dúvidas sobre a governabilidade seriam dissipadas. E esclarecidas essas dúvidas, seria finalmente desencadeado o ciclo inversor que o país necessita para tornar sustentável o crescimento que começa a ser vislumbrado.

O ponto que queremos ressaltar aqui é que a governabilidade e a estabilidade das regras do jogo representam apenas uma parte da história. Para que se consolide um regime de crescimento liderado pelo investimento e pelas exportações, mais duas outras coisas se fazem necessárias: i) que o governo se comprometa a corrigir os atuais desequilíbrios externo e fiscal, insustentáveis a médio prazo, mediante políticas macro consistentes e críveis; e, ii) que os incentivos ao setor privado sejam os corretos. Dito de outro modo, as regras do jogo devem ser estáveis, mas a política econômica macro deve ser revista para corrigir gradualmente os atuais desequilíbrios macro e para que os principais preços relativos (taxa de câmbio, tarifas e taxas de juros) se situem e se mantenham em níveis que incentivem o setor privado a apostar na expansão dos setores comercializáveis.

Por que assegurar a governabilidade por si só não garante a sustentabilidade externa e fiscal nem a estabilidade dos preços relativos? Por que a correção dos desequilíbrios macro ainda está pendente e em matéria de preços relativos ainda restam ajustes a fazer.

O déficit externo, atualmente de cerca de 4 p.p. do produto em conta corrente e tendencialmente crescente, no caso de a reativação se consolidar, assim como o déficit fiscal, superior a 6 p.p. do produto, são cobertos mediante endividamento. Porém, embora se parta de níveis de dívida pública e dívida externa relativamente baixos, seu ritmo de crescimento atual é muito rápido, e mais cedo ou mais tarde o seu limite será atingido.

Em matéria de preços relativos, as tarifas de gás e eletricidade já experimentaram uma correção importante, mas se o plano é chegar, em algum momento, a preços de equilíbrio, é de se esperar que se façam novos ajustes no futuro. No caso das tarifas de transporte, isso é ainda mais palpável, porque os reajustes têm sido discretos, se não nulos. Por último, o nível da taxa de câmbio real atual é tal que amplos setores do aparelho produtivo só são competi-

vos se forem protegidos da concorrência externa. É difícil, nesse contexto, esperar um dólar estável.

Tanto os ajustes externo e fiscal quanto as correções de preços relativos encerram uma alta dose de incerteza, não só quanto à sua concretização, como também aos seus efeitos. Assim, tanto em relação à incerteza quanto à evolução dos fundamentos macro e com expectativas de preços relativos instáveis será difícil estimular investimentos na escala necessária para promover o crescimento sustentado.

Suponhamos, porém, que o governo consiga fazer com que o setor privado acredite que os fundamentos terão de convergir a valores sustentáveis e os preços relativos, a estabilizarem-se. Mesmo que isso produza uma reanimação do investimento poderá surgir um problema adicional: que seu destino se revele inconsistente com o objetivo do equilíbrio externo e o crescimento das exportações.

De fato, com os níveis atuais de taxa de câmbio real, os investimentos se orientariam para o setor primário, o que poderia estimular as exportações de *commodities*, mas também para os setores não comercializáveis da economia. Estes últimos poderiam gerar certo crescimento no curto prazo, mas também uma aceleração nos preços dos não comercializáveis, agravando os problemas de competitividade externa que a economia argentina enfrenta. Esses problemas dificilmente podem ser compensados com o tipo de reformas estruturais que o governo aparentemente pretende realizar, com destaque para uma reforma tributária de não redução da pressão tributária efetiva ou uma diminuição do custo da mão de obra baseada na redução das contribuições patronais.

Assim, seria um erro acreditar que o ganho de governabilidade seguramente obterá nas eleições de outubro conseguirá, magicamente, situar a macroeconomia em um caminho de crescimento sustentado. Esse ganho representa apenas um maior espaço para implementar as políticas macroeconômicas necessárias para tal fim. Tornar sustentáveis os resultados das contas externas e fiscal e estabilizar os preços relativos será crucial para desencadear o processo de investimento. Porém, tão ou mais importante, os setores para os quais esse investimento haverá de se canalizar, será de fundamental importância: se os incentivos forem excessivamente encaminhados para a construção civil e outros setores não comercializáveis, os recursos disponíveis para investir no setor comercializável da economia serão insuficientes, justamente o contrário do que faz falta, caso se queira que os investimentos e as exportações sejam os líderes de um novo modelo de crescimento em nosso país.