

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

UMA ANÁLISE SOBRE AS PRINCIPAIS MEDIDAS  
ECÔNOMICAS ADOTADAS PELA ARGENTINA DURANTE  
A ÚLTIMA DÉCADA SOB A ÓTICA CAMBIAL

**Felipe Nascimento Ruperti**

*Matrícula: 0810410*

ORIENTADORA: SANDRA RÍOS

06/2012

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

UMA ANÁLISE SOBRE AS PRINCIPAIS MEDIDAS  
ECÔNOMICAS ADOTADAS PELA ARGENTINA DURANTE  
A ÚLTIMA DÉCADA SOB A ÓTICA CAMBIAL

**Felipe Nascimento Ruperti**

*Matrícula: 0810410*

Orientadora: SANDRA RÍOS

06/2012

**"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor".**

---

Felipe Nascimento Ruperti

"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor".

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço aos meus pais por terem sempre valorizado a minha formação e por saber que eu posso contar com vocês em qualquer situação.

*"We can know only that we know nothing. And that is the highest degree of human wisdom."*

**Leo Tolstoy, War and Peace**

## **ÍNDICE:**

1. INTRODUÇÃO – p.1
2. A TRANSIÇÃO (2001-2002): O FIM DO REGIME DE CONVERSIBILIDADE E A REESTRUTURAÇÃO ECONÔMICA – p.4
  - 2.1 Antecedentes – p.4
  - 2.2 O Fim do Regime de Conversibilidade e a *Pesificação* Forçosa da Economia – p.6
  - 2.3 A Recuperação do Papel Ativo do BCRA e a Breve Experiência de Livre Flutuação do Câmbio – p.8
  - 2.4 Medidas de Restrição dos Fluxos de Capitais e de Taxação das Exportações: - p.10
  - 2.5 O Início da Recuperação – p.11
3. A ECONOMIA ARGENTINA E A POLÍTICA CAMBIAL NO PÓS-CRISE (2003-2006) – p.15
  - 3.1 Medidas de Estabilização do Sistema Bancário (2003) – p.15
  - 3.2 A Continuação da Recuperação da Economia Argentina (2003-2005) – p.17
  - 3.3 O BCRA e a Taxa de Câmbio Real Competitiva e Estável (2003-2006) – p.20
  - 3.4 A Reestruturação da Dívida Externa (2003-2006) – p.22
4. O DESGASTE DO MODELO DE POLÍTICA ECONÔMICA DA ERA KIRCHNER (2007-2010) – p.26
  - 4.1 O Aumento da Inflação (2004-2007) – p.26
  - 4.2 A Deterioração das Contas Públicas (2005-2009) – p.28
  - 4.3 Os Efeitos da Crise Internacional (2007-2009) – p.30
  - 4.4 Evolução Recente (2010-2012) – p.37
5. CONCLUSÃO – p.40

## **Índice de Tabelas:**

Tabela 1: Contas Nacionais – p.5

Tabela 2: GDP and Aggregate Components: Variation Rates and Contribution to GDP Variation, percent (2002 T1 até 2002 T3) – p.12

Tabela 3: Resultado Primário – p.13

Tabela 4: GDP and Aggregate Components: Variation Rates and Contribution to GDP Variation, percent.(2001:1 – 2002:2) – p.18

Tabela 5: Sources of Variation of the Monetary Base – p.21

Tabela 6: Tasas de Variación Anuales del IPC – p.26

Tabela 7: El regreso del déficit fiscal (Sector Público Nacional) – p.30

## **Índice de Gráficos:**

Gráfico 1: Depositos Totales – p.5

Gráfico 2: Produto Interno Bruto (variação) – p.6

Gráfico 3: Evolución del Riesgo Soberano – p.7

Gráfico 4: Tipo de Cambio, Precios al Consumidor y Precios Mayoristas. – p.9

Gráfico 5: Exportaciones FOB – p.12

Gráfico 6: Importaciones CIF – p.12

Gráfico 7: Resultado Global de Caja del SPNF – p.13

Gráfico 8: Produto Interno Bruto (volume) p.14

Gráfico 9: Bank Credit to Private Sector, in Millions os Pesos – p.16

Gráfico 10: Inflação Mensal e Anual – p.17

Gráfico 11: Evolução do PIB real entre 1993-2007 – p.19

Gráfico 12: TC Real Multilateral: estimaciones oficiales y privadas – p.28

Gráfico 13: Impulso Fiscal Como Porcentagem del PIB – p.29

Gráfico 14: Risco país – p.31

Gráfico 15: Dolarização Financeira – p.31

Gráfico 16: Intervenções do BCRA no mercado de câmbio – p.32

Gráfico 17: Evolução da taxa de Câmbio Nominal – p.33

Gráfico 18: Exportações e Importações (em milhões de dólares) – p.34

Gráfico 19: Evolución de los superávits sectoriales. – p.35

Gráfico 20: Variação anual do investimento bruto interno em volume físico (%) – p.36

Gráfico 21: Índice General de Actividad Económica (IGA) – p.37

Gráfico 22: Inflación Anual – p.38



## 1. Introdução:

É comum, ao se discutir política econômica, a comparação, em algumas esferas de decisão, das experiências de diversos países que são tidos como exemplos a serem seguidos ou como representantes de verdadeiros fracassos. Isso é ainda mais relevante quando se trata de países que apresentam proximidade geográfica, econômica e cultural com o Brasil, como é o caso dos países latino-americanos em geral.

Dentre a trajetória mais ou menos comum entre a maior parte dos países da região, se destaca a da Argentina, que optou, durante a última década, pela adoção de políticas nitidamente contrastantes com o resto da região e, muitas vezes, criticadas pela comunidade internacional. No entanto, a Argentina apresentou, a partir do fim da crise de 1999-2002, uma taxa de crescimento média do PIB muito acima à da região, cerca de 8,5%<sup>1</sup> entre 2003-2008, além de ter apresentado uma notável melhora em sua balança comercial, do resultado em conta corrente, das finanças públicas e do índice de desemprego e de pobreza.

Apesar do aparente sucesso econômico recente, a Argentina é comumente citada como exemplo de grandes fracassos em política econômica ao longo de sua história. Esse fato se torna ainda mais evidente quando se analisa o processo de deterioração relativo de sua renda per capita, que chegou a representar 74% do PIB per capita estadunidense em 1913 para decair para menos de 40%<sup>2</sup> no primeiro ano da década de noventa.

O prolongado processo de decadência econômica relativa do país seria explicado pela conjunção de períodos de grande vulnerabilidade externa, com alto endividamento em dólares e pela necessidade de ajustes fiscais, conflitos setoriais, entre o setor industrial e o setor agroexportador, e políticas redistributivas marcadas por um forte viés populista. Esses fatores juntos seriam responsáveis pela dinâmica pró-cíclica, também conhecida como “*stop and go*”<sup>3</sup>, marcante durante a história econômica recente do país.

O processo de decadência relativa da Argentina, iniciado após a Grande Depressão com a significativa piora dos termos de troca do país, agravou-se a partir da metade da década de 70 com o esgotamento do modelo de ISI (industrialização pela substituição de importações). A partir de então a Argentina enfrentou, assim como outros países da região, um período de forte instabilidade política marcada pela alternância de governos militares e por sucessivas tentativas de abertura econômica, que continuaram a ser implementadas após a redemocratização, mas que fracassaram devido à incapacidade de controle do endividamento do governo e por causa de uma agenda econômica inconsistente.

O resultado foi um expressivo aumento da taxa de pobreza, fracos índices de crescimento econômico e um descontrole fiscal que, além de reforçar a tendência inflacionária, tornou o país ainda mais vulnerável ao cenário externo devido à necessidade de financiamento. Esse cenário se prolongou após a redemocratização do país, durante a década de 1980, período cunhado como “a década perdida” da América Latina.

Durante a década seguinte, marcada pelo governo Menem, a Argentina, seguindo a trajetória de outros países da região, conseguiu implementar, com algum sucesso temporário, medidas pró-mercado, com privatizações e redução de entraves ao comércio e ao fluxo de capitais, e, de forma a fomentar a confiança dos investidores, tentou reduzir a inflação e controlar os gastos do governo por meio do estabelecimento de um regime de conversibilidade em que se fixou o peso em relação ao dólar. Deve-se ressaltar que durante esse período, por mais que houvesse crescimento econômico, o país passou por um notável processo de desindustrialização<sup>4</sup>, devido, principalmente, à incapacidade de competição em um contexto de um câmbio real sobrevalorizado. Esse fator levou a um prolongado aumento da taxa de desemprego e de pobreza, já que os setores atingidos eram intensivos em mão-de-obra.

Mesmo tendo conseguido controlar a inflação e obtido o respaldo da comunidade internacional, em especial do FMI, que considerava a Argentina como um exemplo de sucesso a ser seguido em termos da adoção de reformas pró-mercado, o aumento do endividamento em dólares do país em um regime de

câmbio fixo tornou-o mais vulnerável à conjuntura externa. Isso fez com que a Argentina, após a crise de 1997 envolvendo os países do Sudeste Asiático e da crise russa de 1998, não conseguisse se defender de um ataque especulativo, iniciando no final de 1998 a crise do regime de conversibilidade, que atingiu seu ápice entre o final de 2001, com o calote da dívida externa, e o início de 2002, com o abandono do regime de câmbio fixo por um regime de câmbio variável, inaugurando logo após um período de vigoroso crescimento econômico.

Uma das possíveis explicações para o robusto crescimento econômico nos anos subjacentes à crise econômica seria a utilização de mecanismos de controle cambial de forma a manter a taxa de câmbio real competitiva e estável (TCRCE). Porém, a mudança no papel do Banco Central da República Argentina (BCRA), que passou de uma posição quase passiva, durante o governo Menem, para fortemente intervencionista, durante os governos Kirchner, ocorreu em etapas, mas de forma turbulenta, e teve sérias consequências estruturais. É preciso analisar as principais medidas de reestruturação econômica adotadas durante e após a crise econômica, em especial, a partir de 2001, para compreender as linhas de ação que seriam seguidas durante o resto da última década pelo BCRA, em relação ao câmbio, e suas consequências, com enfoque nas relações da política cambial com a política fiscal.

## **2. A Transição (2001-2002): O Fim do Regime de Conversibilidade e a Reestruturação Econômica**

### 2.1 Antecedentes:

O ano de 2001 foi marcado pelo aumento da instabilidade econômica e política. Enquanto o governo Meném, em 1999, e o governo de Fernando de La Rúa, até a metade de 2001, tentavam sinalizar ao mercado a manutenção do regime de conversibilidade por meio, principalmente, de medidas de austeridade, a situação econômica do país piorava. Essas medidas foram, na verdade, responsáveis pelo recrudescimento da crise e, conseqüentemente, não impediram o aumento da desconfiança dos agentes econômicos em relação à capacidade do governo argentino de manter suas obrigações em relação à dívida pública.

De fato, a partir da metade de 2001, o processo de saída de capitais aumentou substancialmente, o sistema bancário começou a sofrer com a falta de liquidez e o governo passou a sofrer com o aumento da dificuldade de rolar sua dívida, tendo os spreads da dívida atingido valores superiores a 1.500 pontos básicos, a partir de Setembro, até atingir a média de 4.400 pontos em Dezembro<sup>6</sup> daquele ano, o que realimentou a desconfiança dos agentes econômicos com o calote da dívida e com a capacidade de manutenção da paridade de um para um entre o peso e o dólar.

Na tabela abaixo, observa-se que a saída de capitais, por meio da conta capital-financeira, passou de cerca de 8.7 bilhões de dólares em ingressos no ano 2000 para uma saída de mais de 5 bilhões de dólares em 2001 e, dado que a conta corrente também era negativa, houve uma forte queda do balanço de pagamentos, que foi compensada pela redução das reservas internacionais em cerca de 12 bilhões de dólares, tornando o país ainda mais vulnerável às flutuações do mercado internacional.

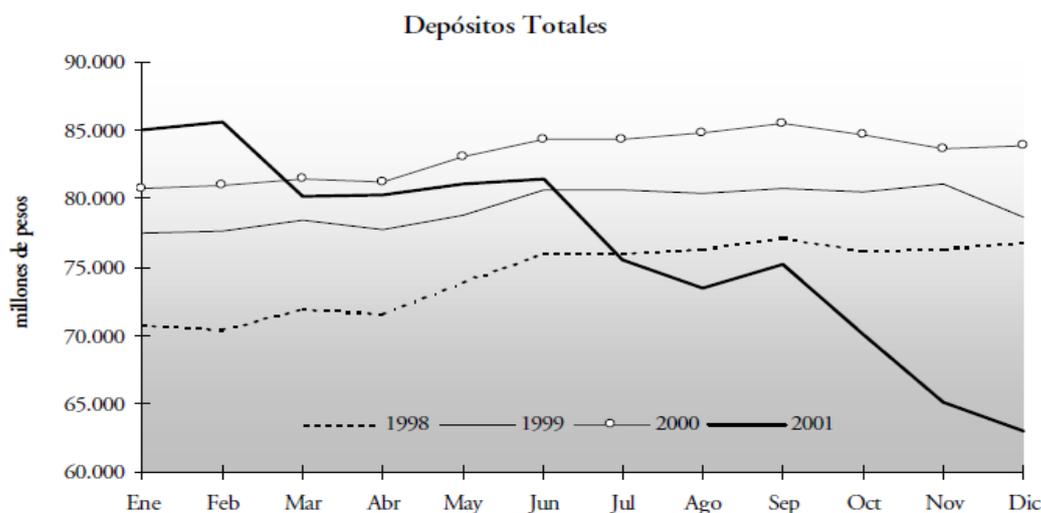
Tabela 1: Contas Nacionais

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Conta Corrente	-6.755	-12.116	-14.465	-11.910	-8.955	-3.780	8.767
Conta Capital e Financeira	12.249	17.709	18.354	13.772	8.732	-5.442	-11.404
Balanço de Pagamentos	5.493	5.594	3.889	1.862	-223	-9.222	-2.638
Erros e Omissões	-1.611	-2.321	-451	-662	-216	-2.861	-1.878
Varição das Reservas Internacionais	3.882	3.273	3.438	1.201	-439	-12.083	-4.516

Fonte: Indec

Segundo GUARESTI<sup>7</sup>, em 30 de novembro de 2001 o BCRA dispunha somente de 14 bilhões de dólares em reservas, o que era insuficiente para garantir todos os depósitos em dólares, montante que chegava a 48 bilhões. De modo a evitar a insolvência do sistema bancário devido às corridas bancárias e como última tentativa de manter vigente o regime econômico, o governo de Fernando de La Rúa decretou, no dia 3 de dezembro de 2001, a medida 1570/01, mais conhecida como *corralito*, que restringia, inicialmente, os saques bancários para cerca de 250 pesos ou dólares por semana além de dificultar o envio de divisas para fora do país. Apesar de ter tido sua duração prevista para o período de 90 dias, sua vigência durou cerca de um ano, tempo em que se preparou a pesificação forçosa da economia.

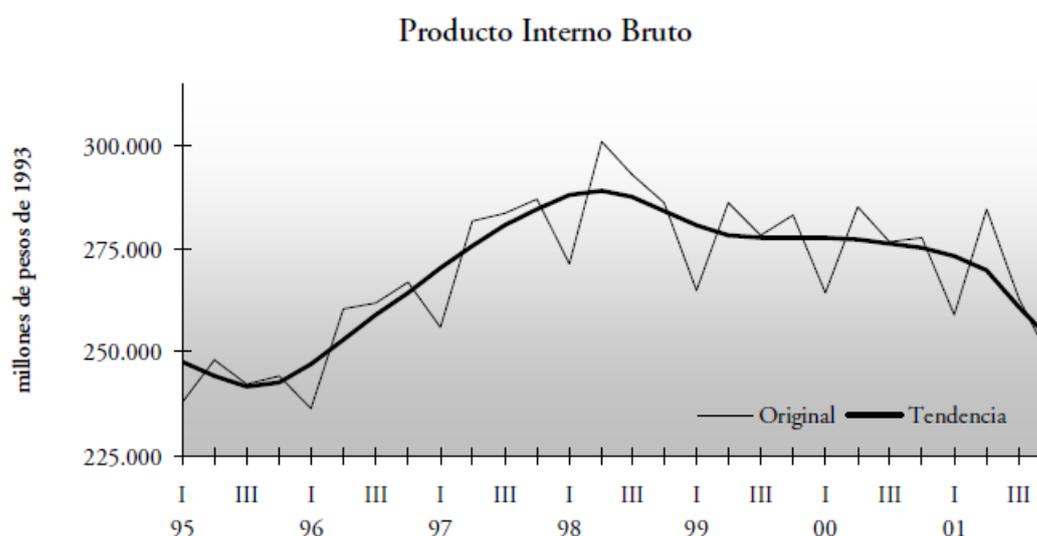
Gráfico 1:



Fonte: Relatório de 2001 do Mecon.

O *corralito* junto com a piora do quadro socioeconômico, que se refletiu no terceiro semestre de 2001 em uma queda de 10,7% do PIB e em uma taxa de indigência de 12,2% na Província de Buenos Aires<sup>8</sup>, foi responsável pelo aumento da insatisfação com o regime, que culminou em uma série de violentos protestos que foram responsáveis, primeiramente, pela queda do arquiteto do *Plan de Conversibilidad* e ministro da economia, Domingo Cavallo, no dia 19 de dezembro de 2001, e, um dia após, pela renúncia do presidente Fernando de La Rúa, iniciando um breve período de instabilidade política e de medidas que poriam fim ao regime de conversibilidade.

Gráfico 2



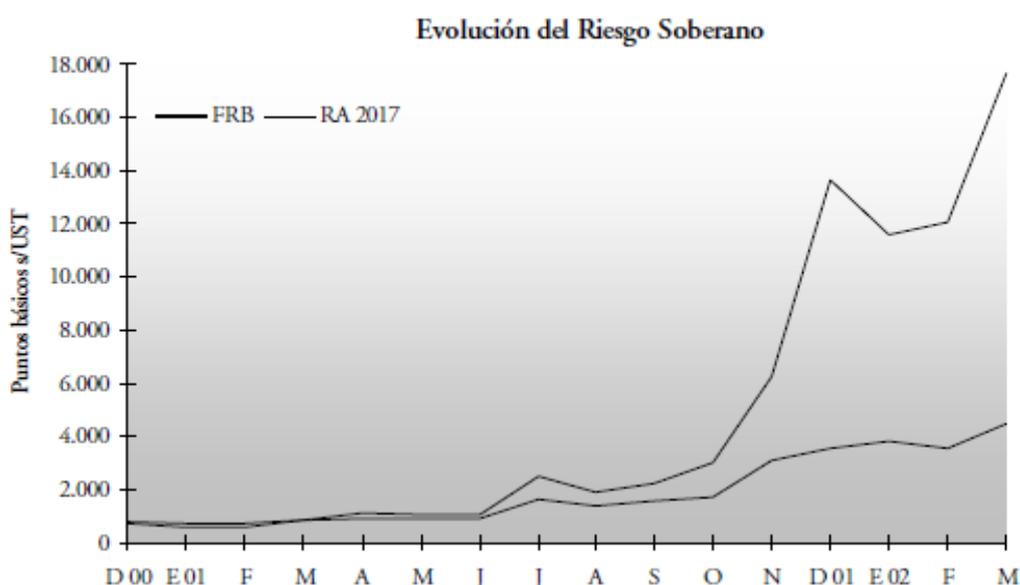
Fonte: Relatório de 2001 do Mecon.

## 2.2 O Fim do Regime de Conversibilidade e a *Pesificação* Forçosa da Economia:

Como o vice-presidente de La Rúa também havia deixado o cargo antes mesmo da queda do presidente, a assembleia nacional elegeu, temporariamente, Adolfo Rodríguez Súa, governo que durou somente oito dias, mas que teve repercussões importantes por ter adotado um regime de câmbio dual, com a criação do argentino (moeda não lastreada pelas reservas internacionais), de modo a tentar amenizar a falta

de liquidez pela qual passava a economia, e também por ter decretado o calote parcial da dívida aumentando, temporariamente, o poder de manobra do governo durante a crise, não somente pelo lado fiscal, mas também liberando as decisões em política econômica de ter que constantemente sinalizar o mercado o comprometimento com o pagamento das obrigações da dívida, o que foi um dos principais determinantes para a recuperação econômica<sup>9</sup>. O efeito do calote, porém, se manifestou logo em seguida, por uma subida muito acentuada do risco-país.

Gráfico 3:



Fonte: Relatório de 2001 do Mecon.

No dia 2 de janeiro de 2002, Eduardo Duhalde assume a presidência e, quatro dias depois, decreta o fim da Lei de Conversibilidad, estabelecendo inicialmente uma desvalorização controlada do câmbio, que passaria para 1.4 pesos por dólar. O principal comprometimento do seu governo foi o de flexibilizar o câmbio, de forma a reduzir as distorções econômicas e, assim, retirar a economia da crise, mas para isso era necessário acabar com a dolarização da economia o que seria feito por meio de várias medidas polêmicas de pesificação forçosa do sistema bancário, medidas que ficaram conhecidas como “*corralon*”.

Como apontam Frenkel & Rapetti 2005 (pág. 66), após o calote parcial da dívida, o governo argentino tentou minimizar a transferência de riqueza dos devedores para os credores ao mesmo tempo em que evitava um colapso bancário devido à corrida para a retirada de dólares. Para fazer isso, em fevereiro de 2002, o governo de Duhalde expandiu as medidas tomadas durante o *corralito*: pesificou compulsoriamente os depósitos em moeda estrangeira dos bancos fixando a paridade de 1.4 pesos por dólar enquanto determinava a paridade de um para um para a conversão das obrigações bancárias (principalmente dívidas do setor privado), restringiu os saques dos depósitos à vista e das contas de poupança para cerca de 1.500 pesos por semana e aumentou o prazo de maturação de outros tipos de depósito.

Porém, a diferença entre a pesificação dos ativos e dos passivos bancários foi claramente “assimétrica” como apontam Frenkel e Rapetti<sup>10</sup>, favorecendo os devedores em relação aos emprestadores. Até mesmo a correção monetária utilizada para o reajustamento dos passivos e ativos do sistema bancário foi assimétrica, já que sobre os passivos incidia o CER (indexador baseado no índice de preços ao consumidor) que era sempre superior, devido aos repasses sobre os preços da desvalorização cambial, ao CVS (baseado na média dos salários)<sup>11</sup>. Porém, o governo argentino compensou, em dólares, parte das perdas do sistema bancário por meio da emissão de títulos do governo de forma a fortalecer o setor, mas o custo foi o aumento significativo da dívida federal desde o calote parcial da dívida.

### 2.3 A Recuperação do Papel Ativo do BCRA e a Breve Experiência de Livre Flutuação do Câmbio

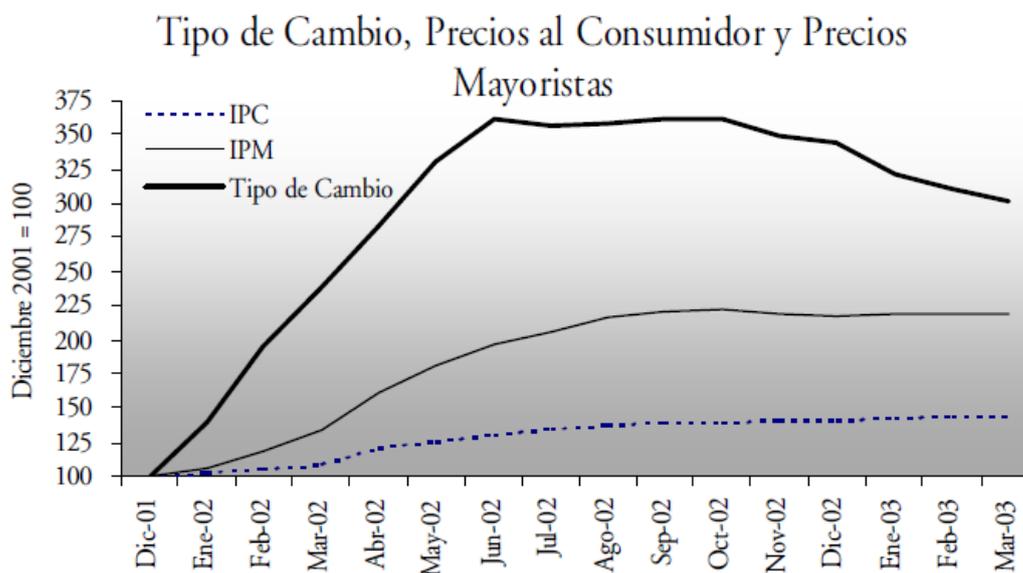
Em janeiro de 2002 modificou-se a Carta Orgânica do BCRA, com o objetivo de permitir a sua intervenção no mercado de câmbio e também de forma a garantir a liquidez da economia. Para isso, introduziu-se, em março do mesmo ano, as *Letras del Banco de La República Argentina* (Lebacs), que regulavam o mercado de divisas por meio da compra e venda de reservas internacionais<sup>12</sup>.

Logo após a desvalorização controlada da taxa cambial, Duhalde implementou, com respaldo do FMI, a livre flutuação do peso, o que trouxe consequências graves para a economia já que aumentou as distorções em relação ao que já havia sido previamente

estabelecido nos contratos elaborados durante a *pesificação* (devido às paridades cambiais determinadas anteriormente) em um momento em que os agentes econômicos estavam incertos em relação aos rumos da economia argentina, o que se refletiu em uma trajetória de forte desvalorização, tendo o dólar atingido a cotação média de 3.8 pesos em Julho de 2002<sup>13</sup>.

A forte desvalorização foi repassada para os preços internos, com a inflação atingindo cerca de 40% durante o ano de 2002, afetando o poder de compra dos passivos e ativos pesificados durante o “*corralón*”, já que, apesar da correção monetária por meio do CER, as desvalorizações, acumulando mais de 160% de alta até julho, excediam a inflação, o que fez com que muitos agentes econômicos passassem a comprar dólares e a mantê-los como papel-moeda de forma a se protegerem de novas desvalorizações.

Gráfico 4:



Fonte: Relatório de 2001 do Mecon.

A conjunção de inflação alta, da forte queda do PIB, da contração anual acumulada de 16.3% no primeiro trimestre, atingindo o mínimo desde o começo da crise em 1998, das altas taxas de desemprego, que estavam acima de 20%, e da pobreza tornaram o controle da inflação uma das principais metas do governo, que tomou duas importantes medidas: o congelamento dos serviços públicos que tinham sido

privatizados e o comprometimento com a estabilização do câmbio, que seria feita por meio de intervenções do BCRA no mercado de câmbio e do controle sobre os fluxos de divisas.

Porém, durante o primeiro semestre de 2002 houve um aumento da demanda por dólares, devido principalmente a decisões judiciais que retiravam algumas das restrições sobre os depósitos estabelecidas durante o *corralón*, ao mesmo tempo em que os depósitos bancários atingiram seu patamar mínimo. O resultado foi uma maciça saída de capitais que foi parcialmente compensada pela venda de reservas, acumulando perdas de mais de cinco bilhões de dólares até julho<sup>14</sup>, o que restringiu o poder de atuação do BCRA, além de ter reforçado as expectativas dos agentes em relação a novas desvalorizações cambiais. Logo, tornou-se necessário a adoção de novas medidas de forma a estabilizar o câmbio e de forma a manter estável o nível de reservas internacionais.

#### 2.4 Medidas de Restrição dos Fluxos de Capitais e de Taxação às Exportações:

De forma a reduzir a saída líquida de dólares o governo argentino instituiu novas medidas de restrição ao fluxo de capitais, sendo que a maior parte delas vale até hoje, apesar de terem sofrido modificações. Uma delas, a *Posición General de Cambios* (PGC), implementada em março de 2002, tinha como objetivo o estabelecimento de limites para a quantidade de moeda estrangeira que uma entidade bancária poderia manter baseado em seu valor líquido, estimado pela *Responsabilidad Patrimonial Computable* (RPC) em cerca de 5%, sendo esse valor modificado diversas vezes desde então<sup>16</sup>.

Outra medida importante foi o estabelecimento de limites para a *posición general neta em moneda extranjera* (PGNME) estabelecendo cerca de 30% do valor líquido do RPC. Também foram estabelecidas medidas para evitar a fuga de capitais devido às ações judiciais que anulavam o *corralón*, dentre as quais se destaca a lei aprovada pelo Congresso em abril de 2002, cunhada de “*Ley Tapón*”, mas que foi insuficiente e teve que ser reforçada por um decreto do poder executivo proibindo por

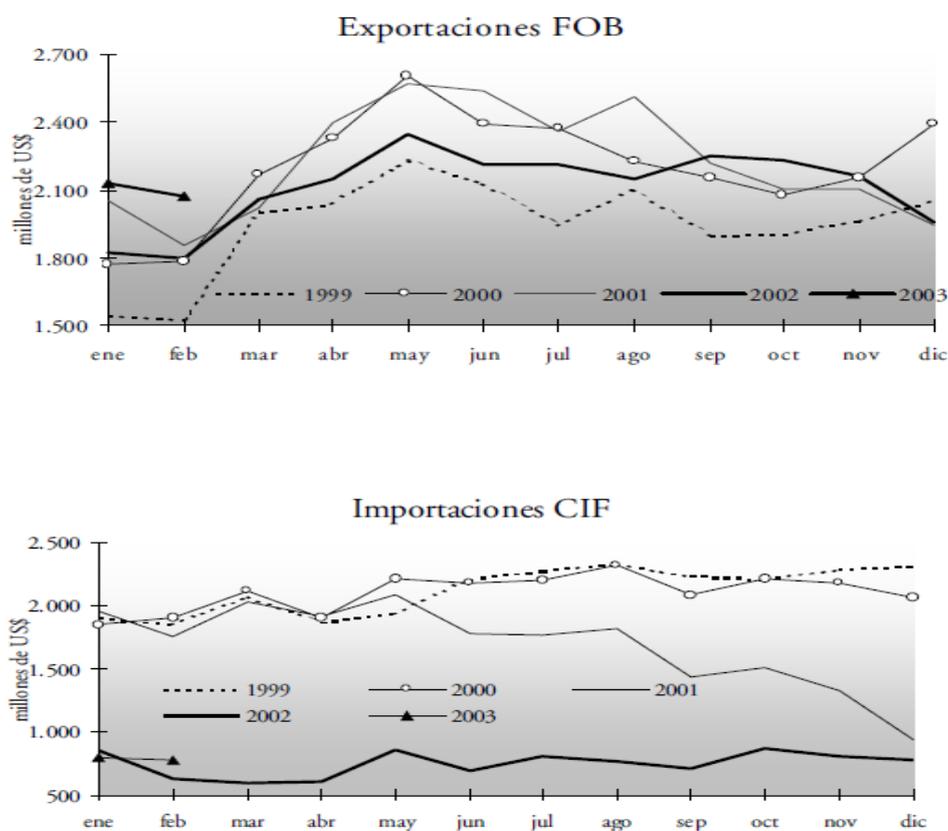
120 dias a retirada de depósitos via recursos judiciais<sup>17</sup>.

Em relação às exportações o governo estabeleceu, em setembro, a redução do piso para a obrigação de liquidação das exportações junto ao BCRA, tornando-se a principal fonte para a constituição de reservas internacionais, e, assim, aumentando o seu poder de atuação no mercado de câmbio. Já do lado fiscal, foram estabelecidas taxas (*retenciones*) sobre as exportações, que se tornaria uma das principais fontes de receitas do governo<sup>18</sup>.

## 2.5 O Início da Recuperação:

O início da recuperação econômica pode ser explicado, até o terceiro trimestre de 2002, pela trajetória de forte desvalorização cambial que se iniciou a partir de fevereiro, revertendo a estagnação das exportações em relação ao mês anterior, além de ter promovido uma forte expansão do superávit comercial durante o ano já que as importações se tornaram relativamente mais caras e, quando o câmbio passou a valorizar de forma gradual, as importações ainda se mantiveram em níveis baixos devido à estagnação do consumo (privado e do governo), que só passou a crescer, e de forma modesta, a partir do último trimestre do ano. Além disso verificou-se um pequeno aumento do investimento a partir do terceiro semestre, o que poderia ser explicado pela entrada de divisas via exportação.

Gráfico 5 e 6:



Fonte: Mecon relatório de 2002.

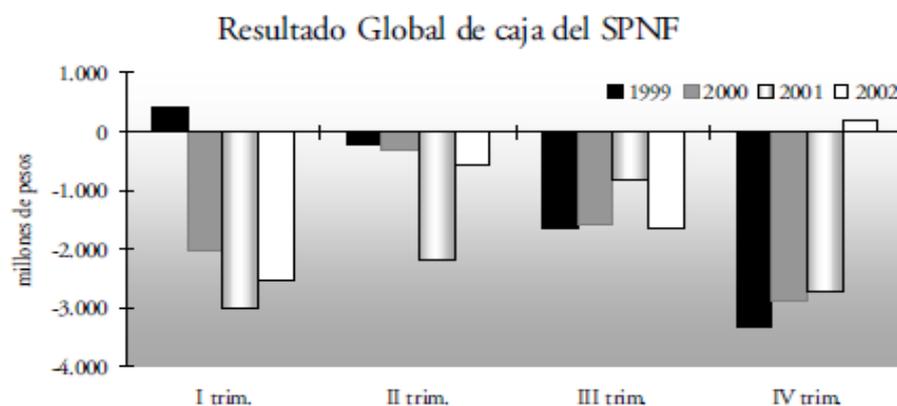
Tabela 2: GDP and Aggregate Components: Variation Rates and Contribution to GDP  
Variation, percent (2002 T1 até 2002 T3)

	PIB total	Consumo privado	Consumo del gobierno	Inversión	Exportaciones	Importaciones	Exportaciones netas	Demanda interna	Demanda interna neta
<i>Variación real total</i>	0,6	-2,5	-1,6	1,3	3,3	-15,4	22,1	-1,0	0,2
2002 T1 al 2002 T3 <i>Variación real anualizada</i>	1,3	-5,0	-3,2	2,6	6,7	-28,4	49,1	-1,9	0,4
<i>Contribución al crecimiento del PIB</i>	100,0	-266,3	-36,7	21,9	71,3	167,8	239,1	-139,1	28,7

Fontes: Frenkel y Rapetti (2007); Ministerio de Economía y Producción (MECON) y cálculos propios del autor.

Como parte das receitas exportadas eram taxadas por meio das “*retenciones*”, a partir do segundo trimestre foi possível a obtenção de superávits primários (sem a inclusão de pagamentos de juros), o que perduraria até o final da década. Observa-se no último semestre de 2002 um aumento líquido da poupança (incluindo correções e pagamentos de juros), apesar de pequeno em valor absoluto, em relação à despoupança dos trimestres anteriores, do setor público não financeiro (SPNF), fator que poderia ser explicado, principalmente, por meio da taxaço das exportações e, em menor grau, devido ao início do processo de recuperação do consumo privado, no quarto trimestre.

Gráfico 7:



Fonte: Mecon 2002.

Tabela 3: Resultado Primário

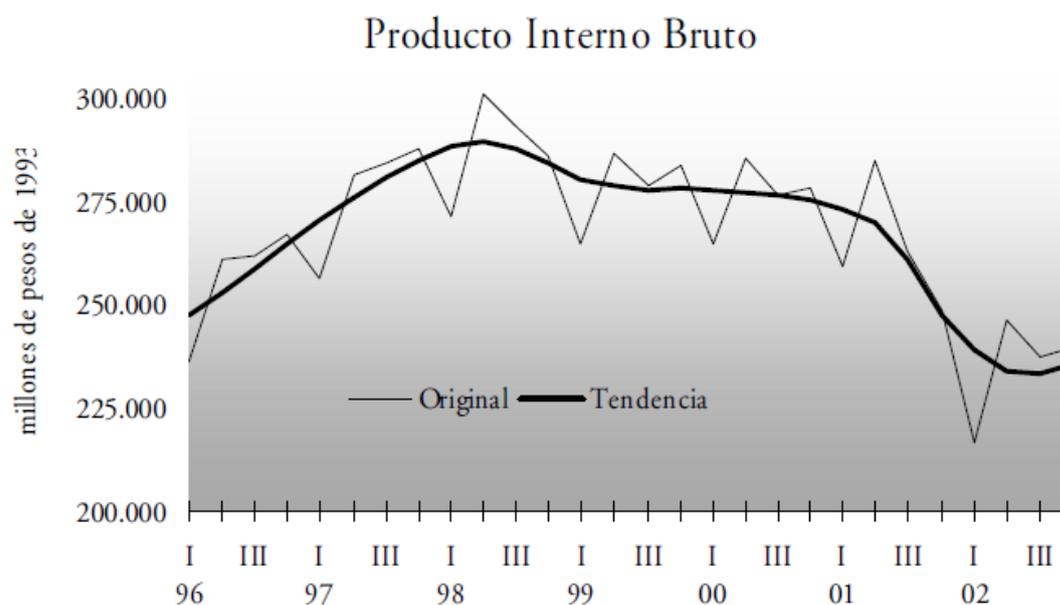
	I-02	II-02	III-02	IV-02
<b>GASTOS PRIMARIOS</b>	<b>12.193,7</b>	<b>12.220,6</b>	<b>13.700,8</b>	<b>14.707,9</b>
<b>XIII) SUPERA VIT PRIMARIO TOTAL (XI-XII)</b>	<b>-1.849,8</b>	<b>1.189,0</b>	<b>1.006,3</b>	<b>1.914,7</b>
<b>XIV) SUPERA VIT PRIMARIO SIN PRIVATIZAC.</b>	<b>-1.850,0</b>	<b>1.188,4</b>	<b>1.006,1</b>	<b>1.911,2</b>
<b>XV) TOTAL GASTOS DESPUES DE FIGURAT.</b>	<b>15.997,9</b>	<b>16.364,6</b>	<b>19.365,2</b>	<b>19.092,0</b>
<b>XVI) RESULTADO FINANCIERO (XI-XV)</b>	<b>-2.518,3</b>	<b>-581,1</b>	<b>-1.635,6</b>	<b>185,7</b>
<b>XVII) RESULTADO FINANCIERO SIN PRIVATIZAC.</b>	<b>-2.518,5</b>	<b>-581,7</b>	<b>-1.635,8</b>	<b>182,2</b>

Fonte: BCRA

Durante o segundo semestre de 2002 o aumento da intervenção do BCRA no mercado de câmbio, forçando o aumento das taxa de juros das Lebac de 14 dias para cerca de 115% e a dos depósitos a prazo para mais de 70%<sup>20</sup>, teve o impacto de reduzir a demanda por dólares e, assim, de diminuir a saída líquida de capitais por meio da conta capital-financeira, que passou a ser compensada pelo expressivo aumento da conta corrente de forma que o balanço de pagamentos (a partir do terceiro período e não em relação ao ano) tornou-se positivo, levando a um excesso de dólares que foi compensado pela atuação do BCRA como comprador líquido de moeda estrangeira, revertendo o declínio de mais de 5 bilhões de dólares na primeira metade do ano, para um aumento de cerca de 1 bilhão de dólares no final do ano<sup>22</sup>.

No último trimestre do ano a economia parecia finalmente prestes a iniciar um período de crescimento sustentado, como podemos observar na mudança da tendência de longo prazo do gráfico abaixo, dado que o consumo mostrava sinais de recuperação, o balanço de pagamentos melhorava gradualmente, deixando de ser negativo no último trimestre do ano, o investimento apresentava dois trimestres seguidos de expansão, as contas do governo mostravam melhoras substanciais enquanto que a inflação e o câmbio se estabilizavam e o BCRA acumulava reservas internacionais.

Gráfico 8:



### **3. A Economia Argentina e a Política Cambial no Pós-Crise (2003-2007):**

#### **3.1 Medidas de Estabilização do Sistema Bancário (2003):**

O início do ano de 2003 foi marcado pela melhora dos indicadores econômicos e por uma forte recuperação da economia. Porém, ainda restavam muitos problemas herdados da crise do regime de conversibilidade a serem resolvidos, dentre os quais se destacam a crise de liquidez e a descapitalização do sistema bancário. De forma a melhorar as condições econômicas e a promover o crescimento sustentável de longo prazo, o governo da Argentina se empenhou, logo no início de 2003, na resolução desses empecilhos.

Como parte dos problemas de liquidez do setor bancário se devia à permanência do “*corralón*”, que abrangia cerca de 29% do total dos depósitos, “... planteando un importante riesgo de liquidez, dada la fuerte concentración de lós vencimientos” (Damill, M. Frenkel, R. Simpson, L. 2011, p. 34)

“... en febrero de 2003, se permitió la devolución anticipada de los depósitos reprogramados y en abril las autoridades decidieron finalmente la liberación total de los Cedros (Certificados de depósitos reprogramados). Esto permitió extender el plazo efectivo de los pasivos, al reforzar la confianza del público y atenuar el impacto de los amparos” (Damill, M. Frenkel, R. Simpson, L. 2011, p. 34).

Como resultado da recuperação econômica, da liberalização dos depósitos (desmantelamento do *corralón*) e do aumento da confiança dos agentes econômicos, o sistema bancário passou a registrar aumento da liquidez no final do ano<sup>1</sup>.

As perdas contábeis do sistema financeiro se reduziram com a normalização da

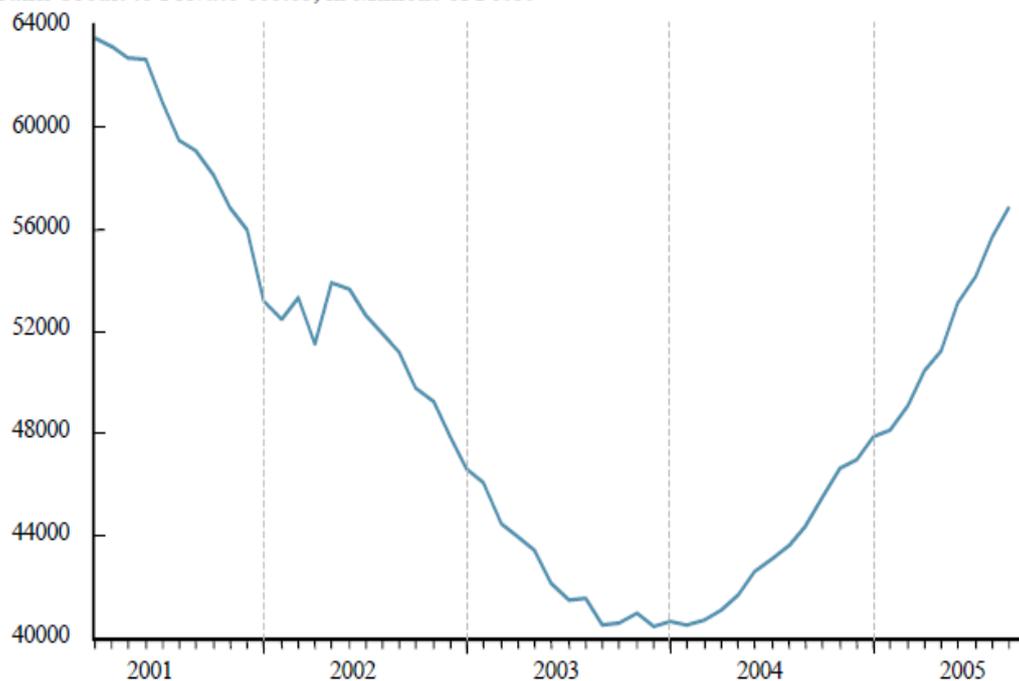
economia, de forma que se tornaram nulas no final de 2003. De acordo com Damill, Frenkel e Simpson (Damill, M. Frenkel, R. Simpson, p. 34) a solvência do sistema bancário também começou a se recuperar no final de 2003 devido ao refinanciamento dos passivos com os credores externos e, com a ajuda do BCRA, foram feitos acordos para a redução das dívidas com a troca por títulos públicos,. Parte da recapitalização dos bancos também ocorreu por meio da ajuda das matrizes estrangeiras<sup>2</sup>.

Apesar da normalização do sistema bancário, o montante do crédito destinado ao setor privado ainda se encontrava em um nível muito baixo comparado ao nível pré-crise, porém, a partir do início de 2004 houve um aumento gradual do crédito, montante que acompanhou a trajetória de recuperação da economia da Argentina.

GRÁFICO 9:

**FIGURE 2.6**

**Bank Credit to Private Sector, in Millions of Pesos**

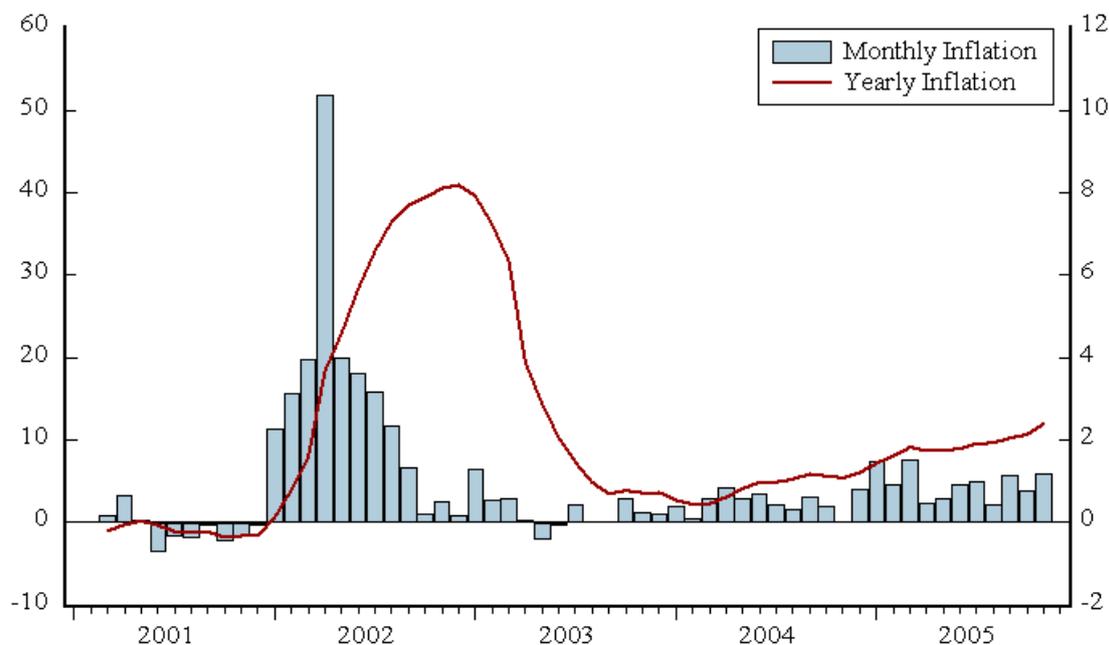


Fonte: BCRA

### 3.2 A Continuação da Recuperação da Economia Argentina (2003-2005):

A partir do quarto trimestre de 2002 até o final do primeiro semestre de 2004 a economia da Argentina entrou em uma segunda fase de recuperação econômica impulsionada pelo aumento do consumo privado, que cresceu a uma taxa de 9.6% ao ano e foi responsável por 69% da variação do PIB durante o período<sup>1</sup>. Os principais fatores responsáveis pelo bom desempenho do consumo foram o controle da inflação, que passou a ficar abaixo de 1% ao mês, associado à continuação do crescimento econômico, levando a um aumento real dos salários e a uma redução da taxa de desemprego, e, também, o efeito do programa de auxílio desemprego cunhado de *'Plan Jefas y Jefes de Hogar Desocupados'*, executado a partir do segundo semestre de 2002, responsável por prover alguma renda para cerca de 1.8 milhão de beneficiários<sup>3</sup>. Outro efeito relevante foi a suspensão do congelamento dos depósitos no início de 2003, o que representou um aumento dos ativos que poderiam ser utilizados para financiar o consumo interno.

GRÁFICO 10: Inflação Mensal e Anual



Fonte: Frenkel, R. Rapetti, M: Argentina's Monetary and Exchange Rate Policies After the Convertibility Regime Collapse. 2007, April. Baseado em fontes do INDEC.

Outro fator importante para a recuperação da economia nesta segunda fase foi o crescimento excepcional do investimento a uma taxa que atingiu 42.7% ao ano e que explica os 56.9% do crescimento econômico durante o período<sup>4</sup>. Segundo Frenkel & Rapetti (Frenkel & Rapetti, 2007, p.12.) esse crescimento se deveu à normalização do sistema bancário a partir do período de 2002-2003 e, também, devido ao efeito *riqueza* causado pela desvalorização do peso, o que fez com que os ativos externos do setor privado, estimado em cerca de 120 bilhões de dólares<sup>5</sup>, tivessem uma valorização substancial dentro do mercado interno. Para os autores o efeito *riqueza* seria a principal explicação para o aumento da construção civil em um contexto de crédito escasso.

TABELA 4:

GDP and Aggregate Demand Components: Variation Rates and Contribution to GDP Variation, in Percent

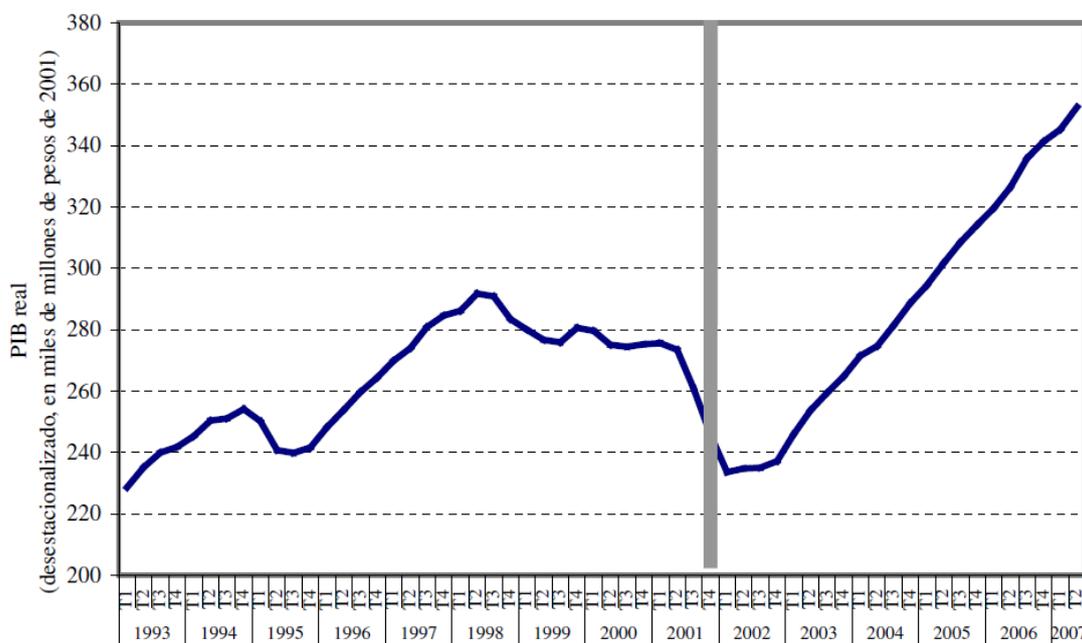
	GDP	Private Consumption	Public Consumption	Investment	Exports	Imports	Net Exports	Domestic Absorption <sup>1</sup>	Net Domestic Absorption <sup>2</sup>	
2002:01 to 2002:03 Variation	Variation in Period	1.0	-1.4	-1.7	-7.3	3.0	-5.9	10.6	0.2	0.6
	Annual Average Variation	2.0	-2.7	-3.3	-14.1	6.1	-11.5	22.4	0.4	1.3
	Contribution to GDP	100.0	-93.4	-24.9	-88.5	43.3	39.1	82.4	17.6	56.7
2002:03 to 2004:02 Variation	Variation in Period	16.4	17.3	4.4	86.3	5.1	96.8	-61.2	23.5	18.3
	Annual Average Variation	9.1	9.6	2.5	42.7	2.9	47.2	-41.8	12.8	10.1
	Contribution to GDP	100.0	68.9	3.8	56.9	4.4	-35.3	-30.9	130.9	95.6
2004:02 to 2005:02 Variation	Variation in Period	9.0	10.8	4.9	24.7	22.3	28.9	-2.0	9.3	7.0
	Annual Average Variation	9.0	10.8	4.9	24.7	22.3	28.9	-2.0	9.3	7.0
	Contribution to GDP	100.0	79.4	6.9	47.7	32.0	-32.6	-0.6	100.6	68.0
Annual Average Variation	7.9	8.0	2.3	26.2	9.0	30.7	-23.4	9.7	7.7	

Entretanto, durante a segunda fase da recuperação econômica, as exportações líquidas passaram a ser negativas, apresentando um forte impacto sobre o crescimento econômico. Isso aconteceu, principalmente, por causa do aumento expressivo das importações, impulsionado pela forte expansão da demanda e do investimento, tendo as importações de bens de capital sofrido um aumento de 310% durante o período<sup>6</sup>.

A terceira fase da recuperação, que compreende o período entre o segundo trimestre de 2004 até o segundo trimestre de 2005, foi caracterizada pela manutenção do

crescimento da demanda agregada e, diferentemente da segunda fase, pelo aumento das exportações líquidas. Enquanto que o crescimento da demanda agregada explica cerca de dois terços do PIB, as exportações líquidas foram responsáveis pela terça parte restante <sup>7</sup>. Segundo Frenkel & Rapetti (Frenkel & Rapetti, 2007, p.13.) a manutenção de uma taxa de câmbio real competitiva e estável (TCRCE) foi fundamental para o significativo crescimento das exportações durante esse período. A explicação para a “demora” da reação das exportações à TCRCE se deve ao ajustamento gradual da produção interna que requeria tempo e investimento.

Gráfico 11: Evolução do PIB real entre 1993-2007.



Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales (DNCN), Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC), República Argentina.

No primeiro semestre de 2005 a economia da Argentina atingiu o seu nível pré-crise e, a partir de então, continuou uma trajetória de forte crescimento econômico até 2008, apesar da piora de alguns indicadores econômicos, como a inflação, a partir de 2005.

### 3.3 O BCRA e a Taxa de Câmbio Real Competitiva e Estável (2003-2006):

Alguns meses depois que Néstor Kirchner assumiu a presidência da Argentina, em maio de 2003, o governo manteve o compromisso em relação à preservação de uma taxa de câmbio real competitiva e estável (TCRCE) e, a partir do meio do ano, o câmbio se estabilizou em um patamar entre \$ 2.80 a \$ 3.05 até o segundo semestre de 2006<sup>8</sup>, por meio de sucessivas intervenções do BCRA no mercado de câmbio.

Segundo Frenkel, Damill e Simpson:

Desde mediados de 2002 se fue configurando un esquema macroeconómico novedoso en la economía argentina, cuyo diseño contrastaba fuertemente con el que acababa de sucumbir. Estaba basado en los siguientes pilares: un tipo de cambio real competitivo (alto) y estable (TCRCE), superávit fiscal y de la cuenta corriente del balance de pagos, y una política monetaria que procuró a un tiempo evitar la apreciación del tipo de cambio real, acumular reservas internacionales, facilitar la recuperación de la liquidez, restablecer la salud del sistema bancario luego de la crisis y al mismo tiempo limitar, mediante la esterilización, el efecto monetario expansivo de la acumulación de reservas (Damill, M. Frenkel, R. Simpson, L. 2011, p. 5).

Ao mesmo tempo em que se perseguia uma TCRCE o governo também estabeleceu, a partir de 2003 e por orientação do FMI durante o início do processo de reestruturação da dívida, metas quantitativas em relação à base monetária, de forma a manter a inflação sobre controle<sup>9</sup>.

Porém, a perseguição de metas quantitativas para a base monetária entrava em conflito com a manutenção de uma TCRCE, tornando difícil a política a ser executada pelo BCRA. No final de 2002 era possível a realização de sucessivas intervenções de compra no mercado de câmbio sem que houvesse um repasse aos preços do mercado de bens devido à iliquidez e à grande capacidade ociosa da economia. Entretanto o

aumento da liquidez e da atividade econômica, registrado a partir do final do ano, passou a ser uma preocupação já que agora era possível que a expansão da base monetária levasse a um aumento do nível de preços. Por isso o BCRA passou a recorrer cada vez mais a operações de esterilização da base monetária por meio da emissão de *Letras del Banco Central* (Lebacs) e *Notas del Banco Central* (Nobacs).

TABELA 5:

TABLE 2.4

Sources of Variation of Monetary Base (Monthly Average, in Millions of Pesos and Dollars)

	Assistance to the Treasury	Assistance to Banks	Central Bank FX Intervention	Central Bank Lebac and Nobac	Others	Monetary Base Variation	"Excess" of Monetary Expansion <sup>1</sup>	Treasury FX Intervention <sup>2</sup>
2002:01 <sup>3</sup>	\$124	\$1,426	\$-1,450	\$-216	\$522	\$406	\$-1,856	N/A
2002:02 <sup>4</sup>	250	86	1,281	-270	327	1,674	-393	N/A
2003	-52	-125	1,374	-420	32	809	565	28
2004	-543	-601	1,931	-323	28	493	1,438	112
2005:01	-70	-807	2,166	-1,319	-146	-176	2,342	535

Fonte: Tabela do autor feita com dados do BCRA.

É possível ver pela tabela que o aumento das operações de esterilização foi determinante para a progressiva redução dos aumentos da base monetária a partir de 2003 e que, no primeiro semestre de 2005, a emissão de títulos em mais de um bilhão de pesos mensalmente contribuiu para uma redução líquida da base monetária. Como apontam Frenkel e Rapetti (Frenkel & Rapetti, 2007, p.23.) as operações de *open market* foram responsáveis por neutralizar em cerca de 75% os aumentos da base monetária no período entre 2002-2005.

Além das operações de *open market*, o pagamento da dívida, e dos juros acumulados, pelos bancos do país ao BCRA funcionou, principalmente a partir de 2004, quando a economia passou a recuperar a sua liquidez e os pagamentos subiram de 125 milhões de pesos para mais de 600 milhões ao mês, como fator de contração da base monetária, ajudando o BCRA na perseguição de suas metas duais.

Outra fonte de controle da base monetária ocorreu por meio do Tesouro,

que comprava as reservas internacionais do BCRA, que eram utilizadas para sustentar o superávit fiscal, de forma a manter o compromisso do governo com as instituições internacionais<sup>10</sup>, em especial com o FMI durante o processo de reestruturação da dívida. A segunda forma de atuação do Tesouro era realizada, no mercado de câmbio, por meio do Banco de La Nación, de forma a ajudar o BCRA a manter a TCRCE e, ao mesmo tempo, a controlar a base monetária<sup>11</sup>.

A partir de 2005 tornou-se mais difícil a combinação de uma política fiscal e monetária por parte do BCRA devido ao aumento da inflação, que alcançou cerca de 12% no final do ano<sup>12</sup>. Para combater o problema sem recorrer à elevação dos juros e à apreciação da taxa de câmbio, o governo da Argentina implementou novos controles aos fluxos de capital. Como apontam Frenkel e Rapetti (Frenkel & Rapetti, 2007, p.24.): “all capital inflows — excluding the issuing of new private and public debt, international trade financing, and foreign direct investment — would be subject to a 30% unremunerated reserve requirement for at least 365 days”. Entretanto a estratégia pareceu não funcionar muito bem, já que era possível infringir o requerimento por meio do mercado de ações<sup>13</sup>. De fato não houve uma redução significativa da oferta de dólares no mercado de câmbio, porém ainda foi possível uma desvalorização nominal durante o período de forma a manter a TCRCE.

Em 2006 houve uma pequena redução da inflação, mas a um nível de quase 10% e, no ano seguinte, a inflação saiu do controle ao atingir 27.7%. A partir de então a política dual de controle da inflação associada à manutenção da TCRCE começou a se desgastar, assim como os indicadores econômicos, o que viria a se agravar durante a crise econômica internacional a partir do segundo semestre de 2007.

### 3.4 A Reestruturação da Dívida Externa (2003-2006):

De forma a reaproximar o país dos mercados financeiros internacionais e, principalmente, com o objetivo de viabilizar o lado fiscal do novo modelo macroeconômico, por meio da redução do passivo devido pelo Estado<sup>14</sup>, o governo da Argentina iniciou, em 2003, a reestruturação da dívida que ocorreria em etapas e que levaria vários anos para ser concretizada.

A primeira etapa da reestruturação da dívida ocorreu durante o segundo semestre de 2003 e ficou conhecida como a “Proposta de Dubai”. Foram estabelecidos três pontos distintos: o primeiro seria o corte em cerca de 75% do valor nominal dos títulos que haviam sofrido default, valor de cerca de 87 bilhões de dólares; o segundo seria a renegociação das taxas de juros, que deveriam ser menores e com prazos mais longos, sobre os 25% restantes do valor da dívida; e por fim, o terceiro ponto seria o não reconhecimento do montante acumulado de juros após o default<sup>15</sup>. Como apontam Damil e Rapetti (Damill, Frenkel & Rapetti, 2005, p. 69) de acordo com essas diretrizes, a emissão de novos títulos deveria atingir cerca de 21.8 bilhões de dólares.

Durante a proposta seriam ofertados três tipos de títulos: o primeiro, “Par”, garantiria o valor de face nominal do título, mas teria um maior prazo de maturação e uma menor incidência de juros<sup>16</sup>. Sobre os dois outros tipos de títulos, “Cuasi-Par e Descont”, haveria a incidência de cortes nominais sobre o valor total, sendo a incidência maior sobre o “Discount”. A remuneração dos títulos seria garantida por meio de um percentual sobre a taxa de crescimento econômico e a contrapartida fiscal para evitar um novo risco de default seria o superávit primário de 2.4% do PIB pré-estabelecido junto ao FMI.

Entretanto o mercado financeiro internacional não reagiu positivamente às propostas de renegociação da dívida, por considerá-las muito favoráveis ao governo argentino, que em 2005 apresentava condições para oferecer melhores termos, devido à recuperação econômica e ao aumento das receitas. Após a pressão da comunidade internacional feita, principalmente, por meio do FMI, o governo da Argentina apresentou uma nova proposta em Junho de 2004.

Como apontam Damil e Rapetti (Damill, Frenkel & Rapetti, 2005, p. 70) a “Proposta de Buenos Aires” manteve em 75% o montante da dívida que seria renegociado após o corte e, em troca, estabelecia um patamar para a emissão de títulos de acordo com o nível geral de aceitação da proposta pelo mercado. Caso esse valor fosse inferior a 70%, o governo se comprometia com a emissão de títulos no valor de 38.5 bilhões de dólares, caso contrário esse montante chegaria a 41.8 bilhões de dólares.

Os três tipos de títulos foram mantidos, assim como a remuneração atrelada ao crescimento do PIB (a partir da estimativa de uma trajetória de 3% a.a.), porém os títulos poderiam ser ajustados pelo CER (indexador baseado no índice de preços ao consumidor) reajustados também para dólares, euros e ienes (somente para os títulos “Par” e “Discount”)<sup>17</sup>.

A nova proposta também aumentava a contrapartida fiscal do governo ao estabelecer um superávit primário de 2.7% do PIB para os cinco anos após a reestruturação, sendo que esse valor deveria se estabilizar em 2.3% do PIB por volta de 2014<sup>18</sup>. Mesmo que a proposta fosse aceita, segundo Damill, Frenkel e Rapetti (Damill, M. Frenkel e Rapetti, 2005, p. 72), o governo teria que se refinar em cerca de 2% do PIB a.a. para manter os pagamentos durante os próximos dez anos. De acordo com os autores “...the evidence that Argentina would keep on supporting a heavy debt burden after the swap did not ease the creditors’ demands”.

Além disso, devido à baixa remuneração relativa (em comparação com outros mercados emergentes) dos títulos argentinos, cerca de 20 a 27 centavos de dólar em relação ao cupom de cada título<sup>19</sup>, implicando, na verdade, em cortes superiores a 75% do montante da dívida, o que infringia o que havia sido previamente estabelecido, o resultado foi a rejeição da Proposta de Buenos Aires logo após a sua apresentação.

Segundo Damil e Frenkel (Damill, Frenkel & Rapetti, 2005, p. 73) a partir do final de 2004 houve um excesso de liquidez nos mercados internacionais, o que aumentou a tolerância ao risco dos investidores externos, além de ter reduzido o risco-país dos mercados emergentes. Esses fatores tornaram mais atraentes os novos títulos da dívida argentina de forma que a troca dos títulos antigos pelos novos iniciou-se em janeiro de 2005, encerrando-se seis semanas após, mas mantendo basicamente as mesmas condições estabelecidas em junho de 2004, durante a “Proposta de Buenos Aires”. A parcela que foi reestruturada chegou a 76,15% do valor do *default*, o que representava um montante de 62.2 bilhões de dólares que foram trocados por 35.3 bilhões de dólares em novos títulos<sup>20</sup>.

Apesar de a reestruturação da dívida ter sido bem sucedida ela foi incompleta, pois parte do *default* junto ao Clube de Paris, de cerca de 6.3 bilhões de dólares em relação ao principal e mais 2.6 bilhões em juros até 2012<sup>21</sup>, ficou fora das negociações e a sua reestruturação só começou a ser negociada a partir do segundo semestre de 2010, processo que ainda continua em andamento. Já a dívida com o FMI foi renegociada e quitada em 2006, seguindo o movimento do Brasil um ano antes, por meio da utilização de 10 bilhões de dólares em reservas, cerca de 30% do total que o BCRA dispunha.

Segundo Damil, Frenkel e Rapetti (Damill, Frenkel & Rapetti, 2005, p. 74), a reestruturação da dívida da Argentina foi importante por reduzir o déficit bruto do governo em cerca de 67,3 bilhões de dólares, além de diminuir a exposição do setor público ao mercado internacional, já que 44% dos títulos foram emitidos em pesos. A reestruturação também foi importante por ter reduzido a carga de juros a serem pagos e por ter aumentado o prazo de vencimento dos pagamentos. Apesar de os gastos do governo terem subido em 2005 e, principalmente em 2007, sem a renegociação da dívida a situação fiscal do país estaria significativamente pior.

## 4. O Desgaste do Modelo de Política Econômica da Era Kirchner (2007-2010)

### 4.1 O Aumento da Inflação (2004-2007):

Apesar da forte recuperação econômica e das altas taxas de crescimento do PIB durante o período entre 2002 a 2006, a partir de 2007 o modelo econômico iniciou uma fase de desgaste que ainda continua em curso, em 2012.

A primeira explicação para o desmoronamento do modelo ocorreu por meio do aumento da taxa de inflação que se acelerou a partir de 2004 dobrando de valor no ano seguinte e saindo de controle em 2007. Possíveis explicações para a expansão inflacionária a partir de 2004 podem ser atribuídas aos repasses aos preços internos devido à trajetória ascendente dos preços das commodities no mercado internacional e ao esgotamento da capacidade ociosa da economia, em especial após a recuperação dos níveis do produto pré-crise em 2005. Outra explicação seria devido ao caráter pró-cíclico dos gastos do governo em momentos em que se necessitava a utilização da política fiscal como freio para a expansão da demanda agregada, em um contexto de manutenção de uma TCRCE<sup>1</sup>.

Tabela 6:

Tasas de variación anuales del IPC

Año	Variación (%)
2002	41.0
2003	3.7
2004	6.1
2005	12.3
2006	9.8
2007	26.6
2008	23.0
2009	14.8

Fonte: INDEC até 2006. A partir de 2007, Facultad de Ciencias Económicas de la UBA.

De forma a combater a inflação o governo da Argentina estabeleceu, ao longo do período, o congelamento de diversas tarifas públicas que compunham a cesta do IPC, principalmente em relação aos combustíveis, transportes e energia<sup>2</sup>, o que teve um grande impacto sobre a situação fiscal. Como essas ações não foram suficientes para frear a expansão inflacionária, em 2006 o governo, tentando afastar a influência da alta de preços do mercado mundial, impôs um conjunto de medidas sobre a produção interna de carne bovina e de lácteos, sendo a mais polêmica a proibição da exportação de gado vivo<sup>3</sup>, sendo esse conjunto de medidas importante para a redução da inflação, que caiu para baixo de 10% no ano. Além dessas medidas o governo também estabeleceu negociações intersetoriais de forma a estabelecer acordos sobre os principais preços do setor privado.

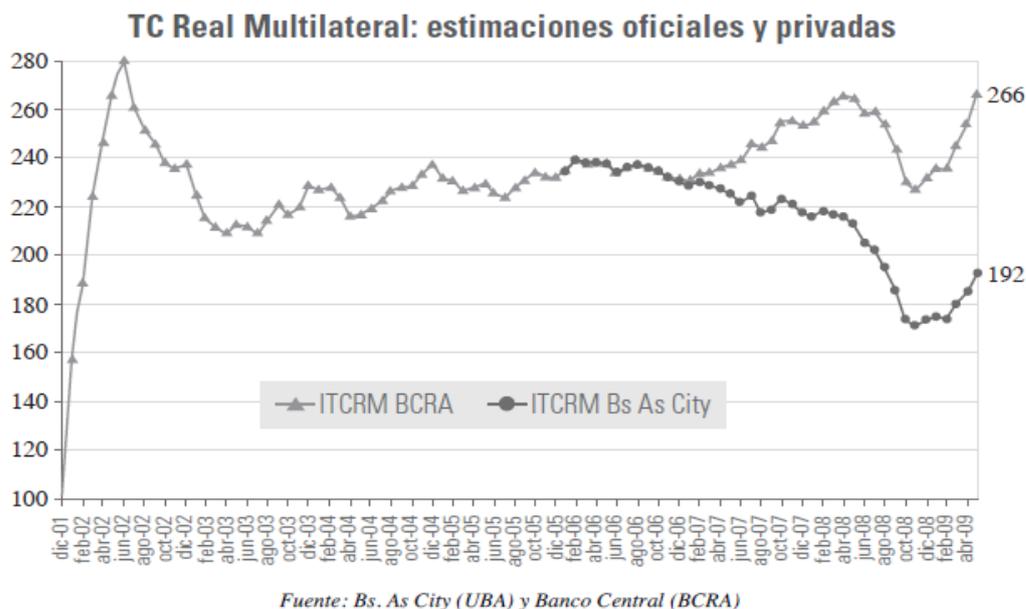
Porém, visando à candidatura de Christina Kirchner nas eleições presidenciais de 2007, o governo relaxou o controle sobre os preços da iniciativa privada e as suas despesas aumentaram significativamente, anulando os esforços do BCRA no controle da base monetária e, assim, a inflação disparou, atingindo 26.6% no acumulado do ano. Como o governo havia falhado em manter a inflação em um nível inferior a um dígito decidiu-se intervir no INDEC com o objetivo de se alterar o IPC de forma favorável o governo e, a partir de então, os dados oficiais sobre o nível de preços e de pobreza começaram a se desviar daqueles estimados pela iniciativa privada e pelos governos provinciais<sup>4</sup>. A manipulação do IPC também dificultou o acesso ao financiamento privado do governo argentino já que parte das obrigações do Estado era reajustada com base no IPC.

O impacto da inflação sobre a taxa de câmbio real por meio de sua apreciação ocorreu a partir de 2006 e, como aponta (Rozenwurcel, G. Vázquez, C. pág 9):

...la apreciación cambiaria resultante pone fin a la etapa en que las firmas locales pudieron aprovechar las ventajas competitivas que les ofrecía la política de tipo de cambio real alto para expandirse en el mercado interno a expensas de las importaciones y, en algunos casos, incursionar exitosamente en

los mercados externos, sin necesidad de sostener esa competitividad en aumentos genuinos de productividad.

Gráfico 12:



Fonte: UBA e BCRA.

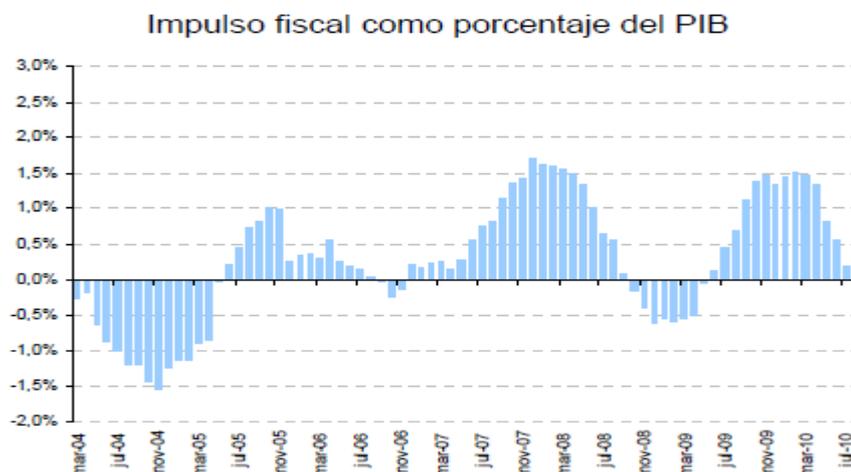
#### 4.2 A Deterioração das Contas Públicas (2005-2009):

O segundo fator para o desmoronamento do modelo econômico se deve à trajetória de aumento dos gastos públicos responsável por exacerbar as pressões inflacionárias e, em um segundo momento, por acabar com os superávits fiscais, que passaram a ser negativos em 2009.

Enquanto que durante o período que compreende a recuperação econômica a política fiscal teve um efeito contracíclico sobre a demanda agregada, tendo o superávit primário atingido 5.2% do PIB em 2004<sup>5</sup>, devido principalmente ao aumento da arrecadação por meio dos impostos sobre as exportações e devido à recuperação da atividade econômica, em 2005 esse efeito passou a gerar pressões inflacionárias e, a

partir de 2007, o aumento ocorreu a uma grande velocidade, o que explicaria grande parte da inflação durante o período.

Gráfico 13:



Fonte: Damill, M. Frenkel, R. Simpson, L. 2011 p.14.

Segundo Damill, Frankel e Simpson (Damill, M. Frenkel, R. Simpson, L. pág 12) de forma a compensar a deterioração das contas públicas e devido à crescente dificuldade de financiamento o governo estatizou parte do sistema de previdência privada o que gerou receitas de cerca de 7.8 bilhões de pesos em 2007, tendo o superávit primário sido 1% maior em relação ao PIB devido à medida, o que explicaria o “bom” resultado de 3.3% verificado no ano. Porém a estatização dos fundos de pensão não foi suficiente para cobrir os gastos do governo nos anos seguintes.

Em 2008 a crise econômica mundial atingiu a Argentina por meio da redução da atividade econômica e também por meio da queda do preço das commodities exportadas pelo país a partir de julho<sup>6</sup>. Ambos os fatores foram responsáveis por reduzir as receitas do governo e, como os gastos não foram reduzidos na mesma proporção, a partir de 2009 registrou-se pela primeira vez, desde 2003, déficits fiscais.

Tabela 7:

**El regreso del déficit fiscal (Sector Público Nacional)**

MM \$	mar-09	mar-08	var a/a
I. Ingresos totales	17,4	15	15,8
Tributarios	16,4	13,3	22,8
Otros	1	1,7	-39,9
II. Gasto Primario	16,5	12,7	29,4
Corriente	14,6	11,2	29,4
Capital	1,9	1,5	29,5
III. Resultado Primario	0,9	2,3	-60,6
IV. Interesses	1,6	1,4	14,4
V. Resultado Global	-0,7	0,9	-186,1

Fonte: Secretaría de Hacienda

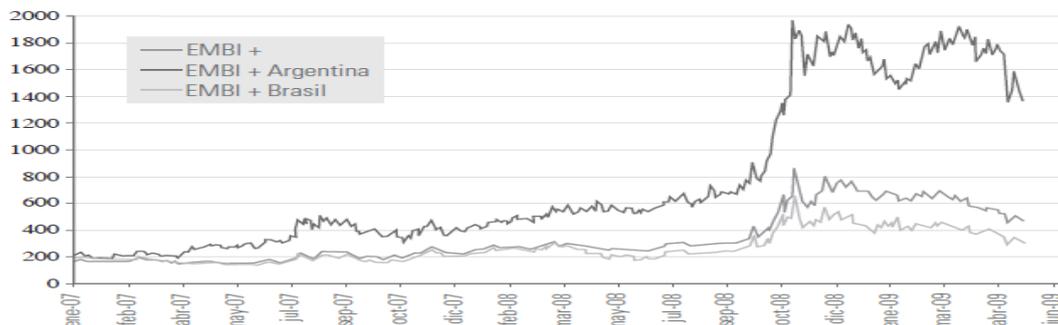
#### 4.3 Os Efeitos da Crise Internacional (2007-2009):

A crise financeira iniciada em 2007 nos Estados Unidos afetou os países emergentes latino-americanos inicialmente por meio dos mercados financeiros elevando o risco país da Argentina em aproximadamente 200 pontos-básicos até a metade do ano e em 400 pontos básicos até a metade de 2008. Os fatores responsáveis pelo aumento do risco-país nesses mercados segundo Frenkel e Damill seriam:

...el incremento de los riesgos percibidos y por otro lado, las ventas forzadas por el proceso de desapalancamiento y la restricción de financiamiento. En el aumento de los riesgos percibidos influyeron la generalización de expectativas recesivas para las economías desarrolladas y la evolución de los precios de las *commodities* (Damill, M. Frenkel, R: mimeo, p. 10).

O forte impacto da crise sobre os mercados emergentes ocorreria em setembro de 2008 após a quebra do Lehman Brothers. Durante o episódio o risco país da Argentina apresentou um aumento de mais de 1000 pontos básicos, muito acima da variação verificada em outros mercados emergentes.

Gráfico 14: Risco País



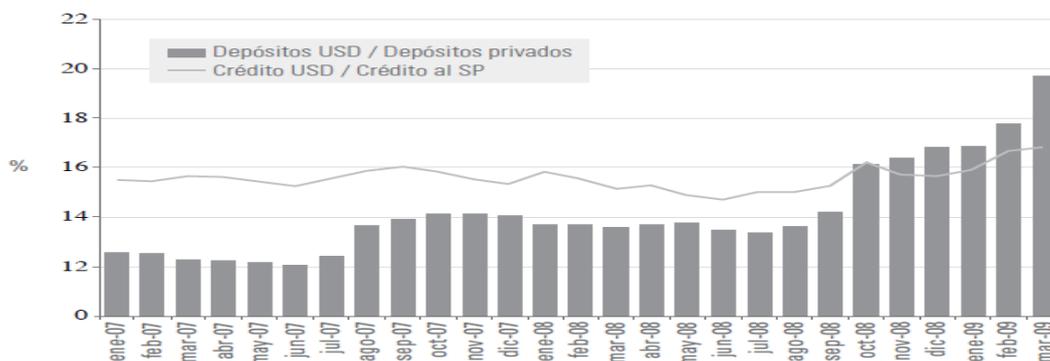
Fonte: Rozenwurcel, G. Vázquez, C. 2009, p. 11.

Segundo Damill e Frenkel dois fatores de natureza interna explicariam a fragilidade relativa da economia da Argentina. O primeiro seria o completo isolamento do setor público do mercado financeiro internacional o que:

“obliga a cubrir la totalidad de los vencimientos em divisas con tres fuentes disponibles, únicamente: el flujo neto del resultado en cuenta corriente del balance de pagos, las fuentes multilaterales y la reducción de reservas” (Damill, M. Frenkel, R: mimeo, p. 13). Sob essa perspectiva a deterioração do resultado fiscal seria um dos principais fatores para o aumento do custo de financiamento a níveis de default.

O segundo fator seria a trajetória de fuga de capitais agravada durante a crise: “la fuga de capitales significó un flujo prácticamente continuo desde julio del año 2007, intensificado durante el conflicto gropecuario (en el segundo trimestre de 2008), en octubre de 2008 y en el primer trimestre de 2009” (Damill, M. Frenkel, R: mimeo, p. 13). A crise teria, na verdade, reforçado o processo de dolarização da economia levando a uma contração da expansão dos agregados monetários<sup>7</sup>.

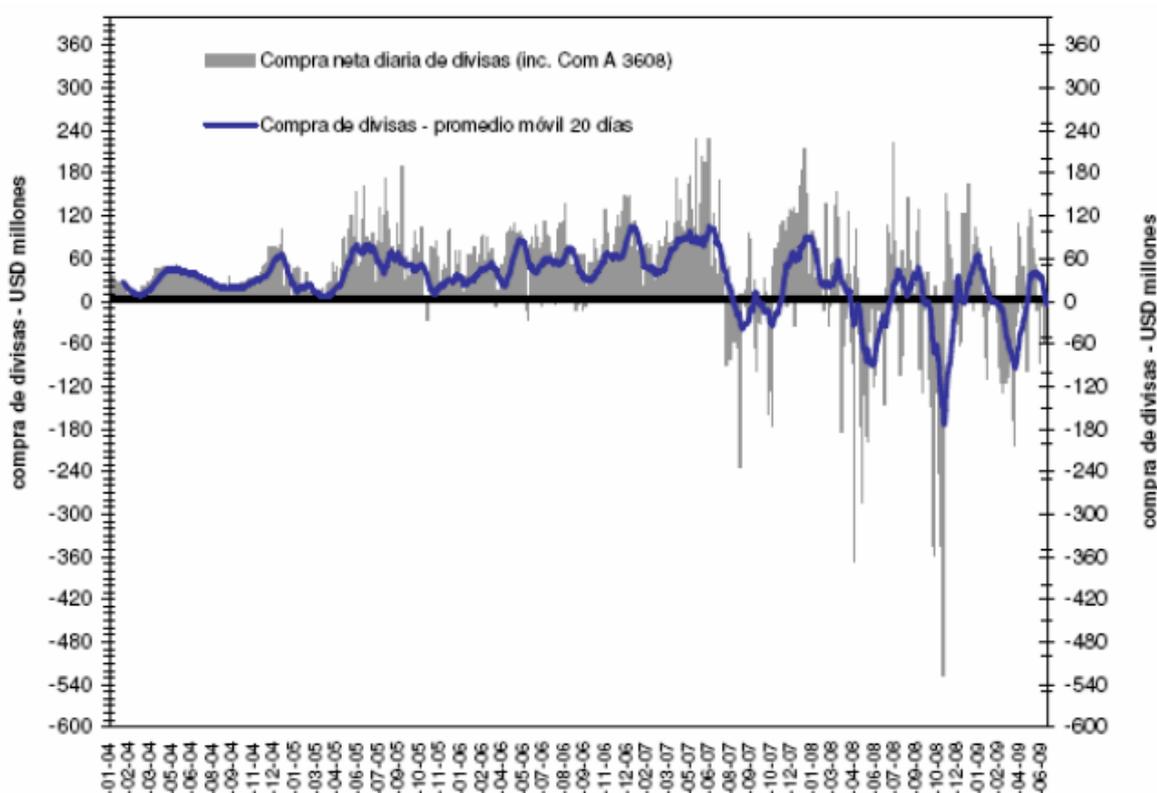
Gráfico 15: Dolarização Financeira



Fonte: HSBC

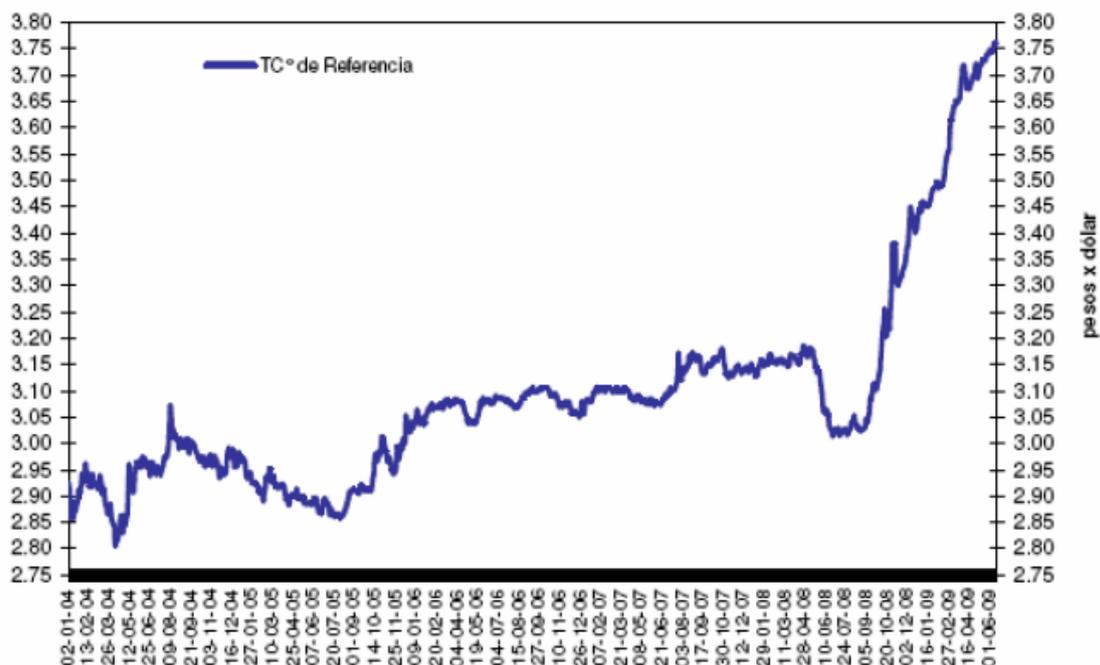
De forma a combater as pressões depreciativas sobre o câmbio devido à saída de capitais, em julho de 2007 o BCRA começou a intervir no mercado cambial por meio da venda de reservas. Durante o período entre julho de 2007 e junho de 2009 o BCRA atuou vendendo e comprando divisas de forma a estabilizar a taxa de câmbio. Porém, a partir do final de 2008 a venda de reservas não foi suficiente para manter a estabilidade do câmbio e, a partir de então, a taxa nominal disparou, atingindo 3.75 pesos/dólar em junho de 2009.

Gráficos 16: Intervenções do BCRA no mercado de câmbio



Fonte: BCRA, Informe Semanal de Cambios.

Gráfico 17: Evolução da taxa de Câmbio Nominal

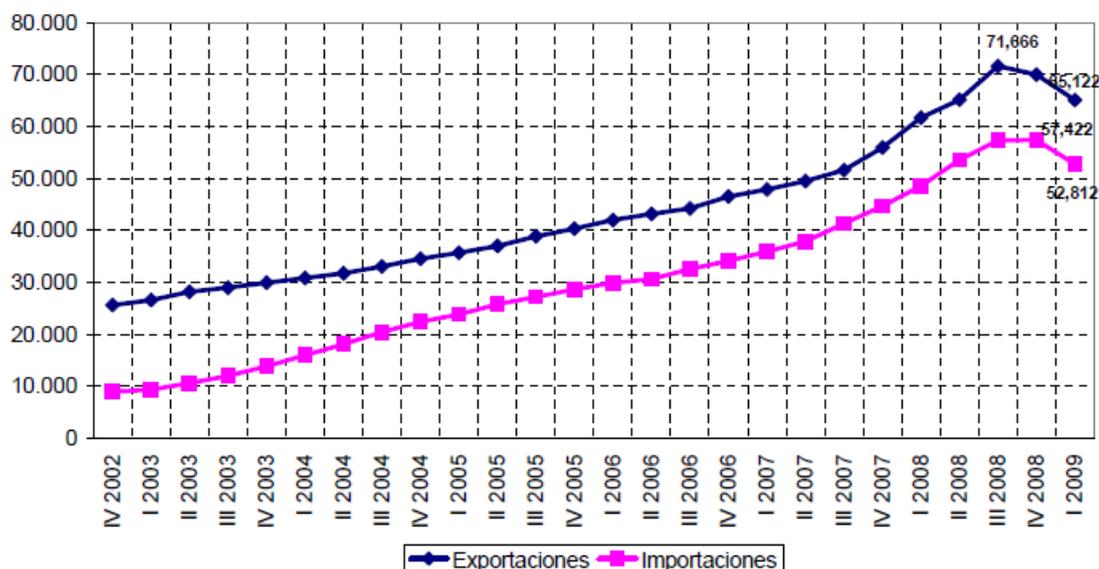


Fonte: BCRA, Informe Semanal de Cambios.

Segundo Frenkel e Damil (Damill, M. Frenkel, R: mimeo, p. 29) de janeiro de 2007 até abril de 2008 a taxa de câmbio real junto aos principais parceiros comerciais do país começou a se apreciar devido ao aumento da inflação ter sido muito superior na Argentina. Porém, a partir do final de 2008 essa tendência é invertida devido à fuga de capitais e ao aumento das pressões depreciativas sobre a taxa de câmbio devido à crise. A forte desvalorização nominal no período ajudou a reverter a tendência.

Apesar da trajetória de apreciação da taxa de câmbio real as exportações do país continuaram a aumentar impulsionadas pela subida dos preços das *commodities* no mercado internacional. Porém, a partir do segundo semestre de 2008 o preço das *commodities* registraram importantes quedas no mercado internacional, acumulando perdas de 30% entre setembro e outubro do mesmo ano<sup>8</sup>. A partir do terceiro trimestre de 2008 as exportações do país começaram a cair, apresentando uma queda de 26,9%<sup>9</sup> na variação interanual no início de 2009, o que representou o principal canal de transmissão da crise econômica.

Gráfico 18: Exportações e Importações (em milhões de dólares).



Fonte: Indec

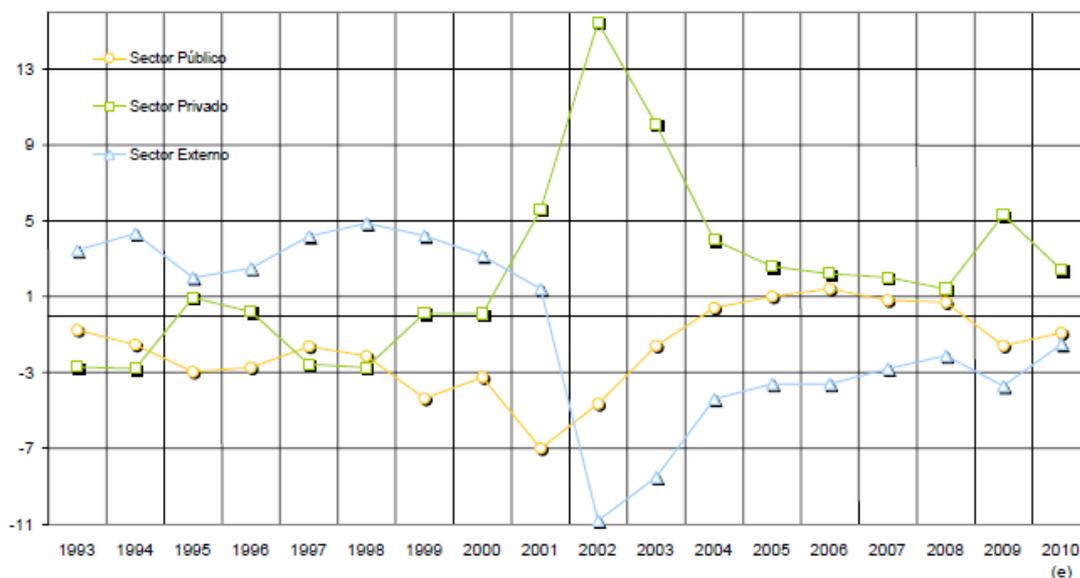
Como apontam Frenkel e Damill sobre o impacto das exportações sobre as contas nacionais:

...las exportaciones argentinas resultaron equivalentes, en el promedio del año 2008, a 20% de la demanda global, y a alrededor de 24% del PIB. Siendo así, una declinación de casi 27% en esa variable es un *shock* macroeconómico negativo de gran magnitud, equivalente a 5,4 puntos porcentuales de la demanda global y a casi 6,5 puntos porcentuales del PIB a precios corrientes, nada menos. Damill, M. Frenkel, R: mimeo, p. 40).

Entretanto as importações caíram ainda mais anulando o efeito contrativo da queda das exportações e, assim, o saldo comercial do país não somente foi preservado como aumentou, o que foi importante para manter o superávit com o resto do mundo dado o déficit fiscal registrado em 2009.

Gráfico 19:

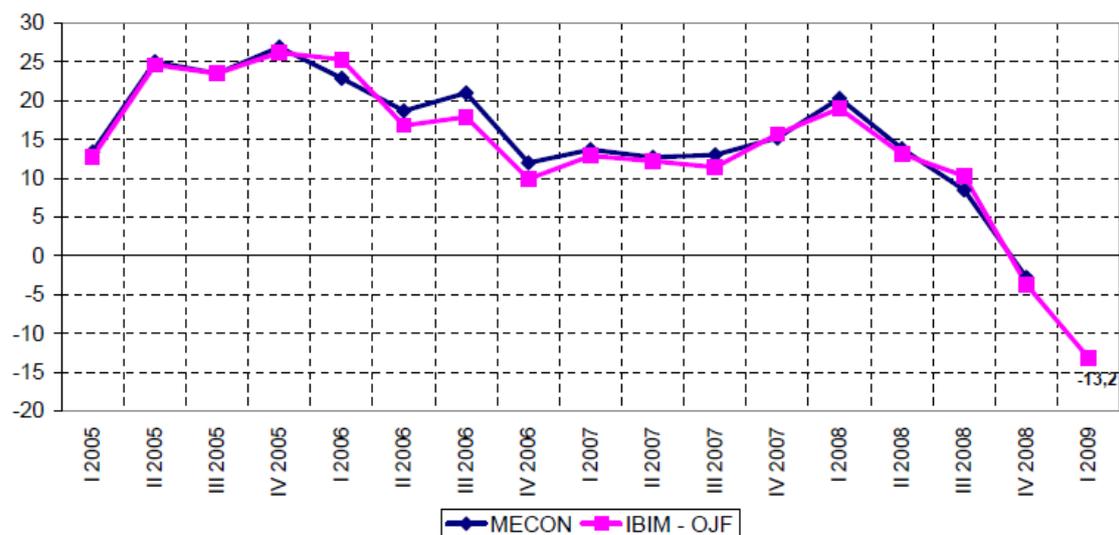
Evolución de los superávits sectoriales  
(en % del PIB)



Fonte: Damill, M. Frenkel, R. Simpson, L. 2011 p.13.

O aumento da incerteza em relação ao cenário econômico internacional a partir do segundo semestre de 2008 e a deterioração da situação econômica do país foram responsáveis pela queda de mais de 10% do investimento bruto (sem contar as amortizações) no primeiro trimestre de 2009 em relação ao mesmo período do ano anterior. A redução do investimento teria tido um impacto contrativo de 2.5% sobre o PIB durante o período<sup>10</sup>.

Gráfico 20: Variação anual do investimento bruto interno em volume físico (%)

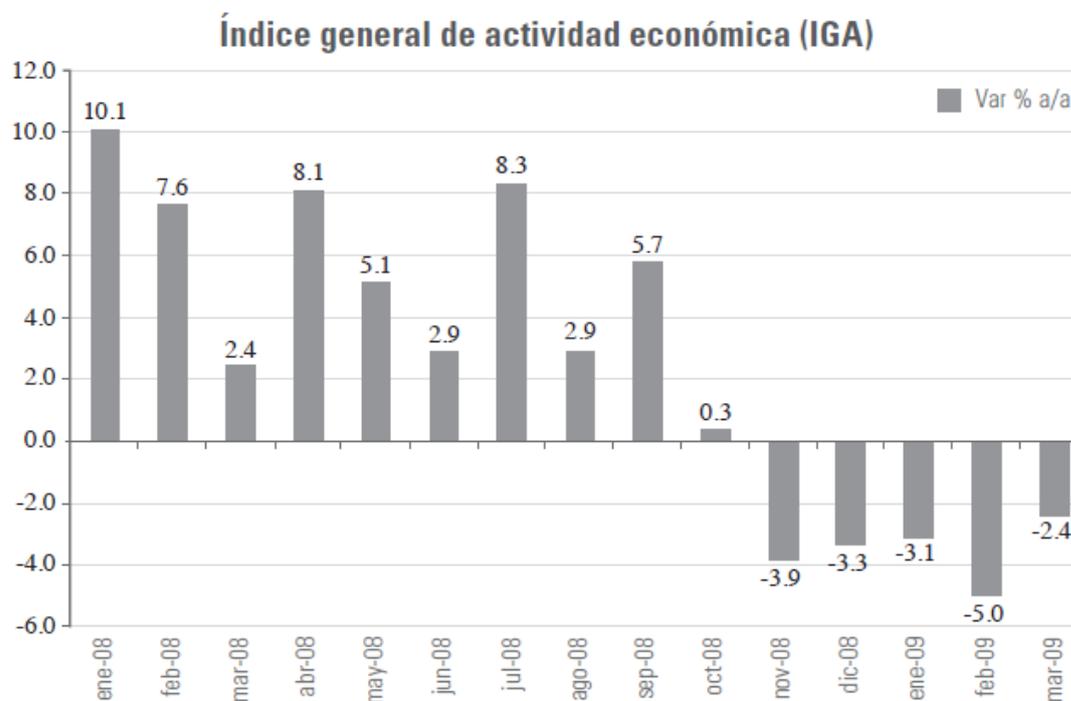


Fonte: Mecon y Orlando Ferreres y Asociados.

A crise econômica agravou o processo de deterioração do modelo de política econômica, pois reduziu as exportações e, assim, grande parte das receitas do governo, além de ter tido um forte efeito contrativo sobre a produção e sobre a demanda agregada. Além disso, a crise intensificou a saída de capitais e a busca pela dolarização dos ativos do setor privado em face do aumento das incertezas quanto ao futuro do país e da política econômica a ser conduzida. Porém, o efeito da crise poderia ter sido ainda maior. Como apontam Frenkel e Damill:

...en una economía financieramente aislada de los mercados internacionales y con una muy escasa intermediación financiera interna, esas carencias resultaron, a la hora de la crisis financiera internacional, en la ausencia de ciertos eslabones en la cadena de transmisión de los impulsos externos negativos, lo que limitó su gravitación sobre las variables macroeconómicas internas (Damill, M. Frenkel, R: mimeo, p. 47).

Gráfico 21:



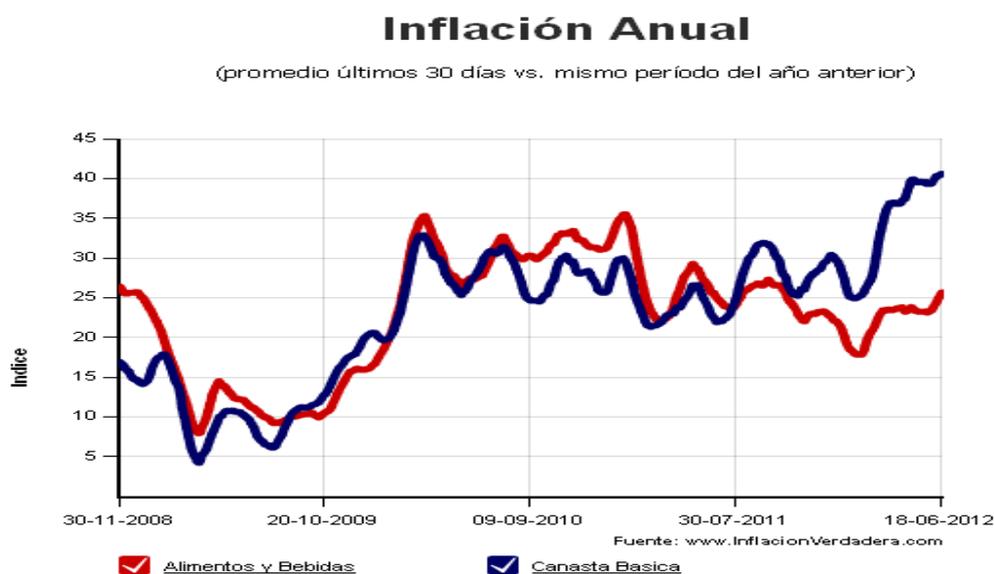
Fonte: OJF

#### 4.4 Evolução Recente (2010-2012):

Apesar de a Argentina ter apresentado forte recuperação após a crise, com taxas de crescimento excepcionais em 2010 e 2011 de 9.2% e de 8.8% respectivamente, o modelo de política econômica continuou se deteriorando. A inflação calculada pelo setor privado baseada na cesta básica ultrapassou 30% em 2010 e apresentava tendência de alta, podendo ultrapassar 40% no final deste ano.

Enquanto que parte da inflação seria explicada pelo aumento dos preços das *commodities* no mercado internacional, o principal fator para o descontrole dos preços seria a política fiscal expansionista adotada a partir de 2010 e reforçada em 2011 e no começo de 2012, devido à tentativa de se reeleger a presidenta Christina Kirchner.

Gráfico 22:



Fonte: Instituto *Inflación Verdadera*: <http://www.inflacionverdadera.com/>

Com o aumento da arrecadação em 2010, devido à forte expansão das exportações e da atividade econômica, foi possível uma ligeira melhora do resultado fiscal, revertendo o saldo negativo de 2009. Porém, segundo fontes privadas<sup>11</sup>, o superávit primário e o pequeno superávit global só foram possíveis devido à utilização das reservas internacionais. Em 2011 a situação fiscal piorou mesmo após o corte de subsídios e o governo argentino recorreu a 6,1 bilhões de dólares<sup>12</sup> das reservas internacionais, cerca de 12% do total.

Devido ao descontrole dos preços e do aumento da incerteza em relação à condução da política econômica em um momento de piora do cenário internacional registrou-se um aumento da fuga de capitais do país e do processo de dolarização dos ativos da economia, já que o peso está começando a perder o seu papel de reserva de valor.

De forma a amenizar o problema o governo tem reagido intensificando os controles sobre a saída de capitais e, também, estabelecendo limites para a aquisição de

divisas estrangeiras. Porém, essas medidas foram responsáveis por criar um mercado paralelo que reflete melhor o valor real do peso, já que as desvalorizações nominais pelo BCRA não têm compensado o efeito da inflação. Por isso, enquanto que a cotação oficial estabelece 4.5 pesos por dólar, no mercado paralelo essa taxa atinge mais de 6 pesos em junho de 2012.

## 5. Conclusão:

Apesar do “desmoronamento” do modelo econômico a partir de 2007, quando o BCRA abandonou o objetivo de perseguir uma taxa de câmbio real e competitiva passando a focar na estabilidade do valor nominal<sup>1</sup>, era possível que a situação fosse diferente.

De forma a amenizar os efeitos expansionistas sobre a demanda agregada, intrínsecos da manutenção de uma TCRCE, era necessário que o governo agisse de forma coordenada junto ao BCRA, como contraponto aos aumentos da base monetária e da demanda agregada, visando a estabilização do nível de preços. Embora o BCRA tenha sido bem sucedido em manter a estabilidade do câmbio real, a partir de 2007 o efeito expansivo dos gastos fiscais prejudicou a sua função e, a isso, se somou a intensificação da saída de capitais durante a crise e durante o conflito com o setor agrícola interrompendo a fase virtuosa de recuperação seguida de crescimento econômico (2002-2006).

Apesar da forte recuperação registrada nos dois anos após a crise de 2007-2009 o governo continuou aumentando os seus gastos e, devido ao acesso restrito ao financiamento no mercado internacional, foi preciso recorrer a fontes cada vez mais contraditórias, como a estatização dos fundos de previdência e a crescente utilização das reservas cambiais, para sustentar superávits. Também se recorreu à “maquiagem” dos indicadores econômicos, como os relacionados à inflação e à taxa de pobreza, por meio da intervenção no INDEC.

A partir de 2012, os aumentos dos gastos do governo não têm sido suficientes para sustentar altas taxas de crescimento e, na verdade, alguns economistas preveem que a economia entre em estagnação a partir do final do ano. Muitos analistas políticos creem que a piora do cenário econômico interno tem tido o seu foco desviado para assuntos de caráter nacionalista, como a questão das Malvinas e a estatização da YPF. É possível que, a partir do agravamento da situação econômica, a situação institucional possa piorar, debilitando ainda mais os alicerces necessários para a manutenção de uma trajetória de crescimento sustentável e de longo prazo.



### Referências Bibliográficas:

- KATZ, S., ROZENWURCEL, G. *Em busca del rumbo perdido. Un marco macroeconómico para el crecimiento inclusivo* - Mimeo.
- WEISBROT, M., SANDOVAL, L. – *Argentina’s Economic Recovery: Policy Choices and Implications* – October 2007.
- BERNAT, G. *Crecimiento em la Argentina: del stop and go al go (slowly) non stop.*
- HIMELFARB, C. *Conversibilidad e Estabilização na Argentina*
- ROZENWURCEL, G., CHATRUC M. R., *La excesiva volatilidad macroeconómica de América Latina. ¿Es posible contrarrestar su impacto sobre el desempeño económico de la región?*
- DAMILL, M., FRENKEL, R., SIMPSON, L. M. *Macroeconomía, regulaciones financieras y la reconstrucción del sistema bancario argentino en los años 2000.* CEDES. Abril de 2011, Buenos Aires
- ROZENWURCEL, G., VÁZQUEZ, C. *América do Sul: respostas à crise. Argentina ante la crisis: Respuestas de política econômica subordinadas al conflicto político* – Cindes, Setembro de 2009.
- FANELLI, J. M., ALBRIEU, R. *Notas sobre macroeconomía y opciones de política: la Argentina y Brasil comparados.*
- CYPHER, J. M. *Export Oriented Industrialization: State Policies and Contemporary National Production Systems; Initiatives and Perspectives from Mexico, Chile and Argentina.*
- ROZENWURCEL, G., ROZEMBERG, R. *La nueva configuración macroeconómica de los países del MERCOSUR: oportunidades y desafíos para la coordinación regional.*
- DAMILL, M., FRENKEL B., RAPETTI, M. *The Argentinian Debt: History, Default and Reconstructing-* Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES), Buenos Aires, dezembro de 2005.
- GUARESTI, J. *Orígen del “corralito” financeiros. Responsabilidad de los bancos*
- FRENKEL, R., RAPETTI, M. *Argentina's Monetary and Exchange Rate Policies After the Convertibility Collapse.* April 2007.
- DAMILL, M. FRENKEL, R: *Las políticas macroeconómicas en la evolución reciente de la economía argentina.* CEDES. Mimeo
- MECON: *La Economía Argentina Durante 2003 y Evolución Reciente.*

## Notas:

### Introdução:

- 1 – MECON
- 2 – KATZ. *Em busca del rumbo perdido* – Mimeo
- 3 – BERNAT. *Crecimiento em la Argentina: del stop and go al go (slowly) non stop.*
- 4 – HIMELFARB, C. *Conversibilidade e Estabilização na Argentina*
- 5 - Frenkel e Damill, mimeo – pág. 30.

### Capítulo 2:

- 6 - Mecon: relatório de 2001, pág1.
- 7 – Guaresti, José. *Orígen del “corralito” financeiros. Resposabilidad de los bancos* – pág. 3.
- 8 – BCRA relatório de 2001, p. 1.
- 9 – Frenkel e Rapetti 2005, p. 28.
- 10 - Frenkel e Rapetti 2005, p. 66.
- 11 – Frenkel e Damill, 2011, p. 28.
- 12 – Frenkel e Damill, 2011, p. 32.
- 13 – Mecon: relatorio de 2002, p. 2.
- 14 - Mecon: relatorio de 2002
- 15 - Mecon: relatorio de 2002
- 16 - Frenkel e Damill, 2011, p. 31.
- 17 – Frenkel e Rapetti 2007, p. 18.
- 18 - Frenkel e Rapetti 2005, p. 60.
- 19 – Frenkel e Rapetti 2007, p. 19
- 20 - Frenkel e Rapetti 2007, p. 19.
- 21- Relatório Mecon 2002.

## Capítulo 3

- 1 – Damill, M. Frenkel, R. Simpson, L. 2011, p. 34.
- 2 – Damill, M. Frenkel, R. Simpson, L. 2011, p. 34 e 35.
- 3 - Frenkel, R. Rapetti, M. 2007, p. 12.
- 4 - Frenkel, R. Rapetti, M. 2007, p. 12
- 5 - Frenkel, R. Rapetti, M. 2007, p. 12
- 6 - Frenkel, R. Rapetti, M. 2007, p. 12
- 7 - Frenkel, R. Rapetti, M. 2007, p. 13
- 8 - Frenkel, R. Rapetti, M. 2007, p. 22.
- 9 - Frenkel, R. Rapetti, M. 2007, p. 23.
- 10 - Frenkel, R. Rapetti, M. 2007, p. 23.
- 11 - Frenkel, R. Rapetti, M. 2007, p. 23.
- 12 - Frenkel, R. Rapetti, M. 2007, p. 23.
- 13 - Frenkel, R. Rapetti, M. 2007, p. 24.
- 14 - Damill, M. Frenkel, R. Simpson, L. 2011, p. 6.
- 15 - Argentina and the IMF: Down to the Wire—Again

Posted on: 14/04/2004 by [cibils](http://www.cipamericas.org/archives/766) link: <http://www.cipamericas.org/archives/766>

- 16 - Damill, M. Frenkel, R. Rapetti, M. 2005, p. 69
- 17 - Damill, M. Frenkel, R. Rapetti, M. 2005, p. 71
- 18 - Damill, M. Frenkel, R. Rapetti, M. 2005, p. 72
- 19 - Damill, M. Frenkel, R. Rapetti, M. 2005, p. 73
- 20 - Damill, M. Frenkel, R. Rapetti, M. 2005, p. 74
- 21 – Mercopress: Global crisis reaches Argentina’s shores “but we are going to have a good year”:  
<http://en.mercopress.com/2012/01/26/global-crisis-reaches-argentina-s-shores-but-we-are-going-to-have-a-good-year>

## Capítulo 4:

- 1 - Damill, M. Frenkel, R. Simpson, L. 2011, p. 7.
- 2 - Damill, M. Frenkel, R. Simpson, L. 2011, p. 8.
- 3 - <http://edant.clarin.com/diario/2006/04/01/elpais/p-00301.htm>
- 4 - Damill, M. Frenkel, R. Simpson, L. 2011, p. 9.
- 5 - Damill, M. Frenkel, R. Simpson, L. 2011, p. 9.
- 6 - Rozenwurcel, G. Vázquez, C. 2009, p. 11.
- 7 - Rozenwurcel, G. Vázquez, C. 2009, p. 14.
- 8 - Damill, M. Frenkel, R: mimeo, p. 29
- 9 - Damill, M. Frenkel, R: mimeo, p. 38
- 10 - Damill, M. Frenkel, R: mimeo, p. 41.
- 11 - Ceo Forum: El Banco Central y la ANSES salvaron a Argentina del déficit fiscal, 17 de Enero de 2011: <http://www.ceoforum.com.ar/nota.asp?Id=112>
- 12 - Celso Mig – Blog Estadão: Freada na Argentina, terça feira, dia 22 de maio de 2012. <http://vivendi-pt.blogspot.com.br/2012/05/o-espalhanco-da-argentina.html>

## Conclusão:

- 1- Damill, M. Frenkel, R. Simpson, L. 2011, p. 22.