

mar asset
management

ECONVIEWS
ECONOMÍA Y FINANZAS

carta: Abril, 2023
Samba ou Tango?

CARTOLA

Parte 1

No (des)compasso do samba

Em nossa última carta, intitulada “Brilha uma estrela... Cadente?”, focamos no entendimento das restrições político-econômicas enfrentadas pelo novo mandato do presidente Lula¹.

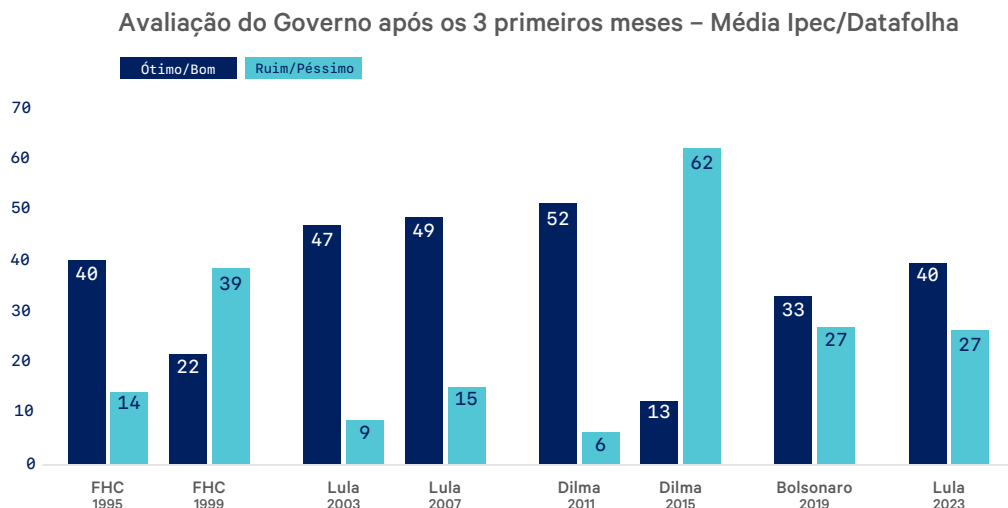
Entendemos que o presidente tem um ambiente complexo para a tomada de decisão de política econômica. Por um lado, deveria levar em consideração a regra de bolso de ajustar as contas públicas nos dois primeiros anos para relaxar os gastos na segunda metade do mandato e terminá-lo em momento de ascensão de atividade econômica. Por outro, uma desaceleração da atividade no curto prazo, com um consequente aumento de desemprego, demandado pela necessidade de convergência da inflação à meta, coloca em risco a governabilidade no início do mandato por conta de uma já frágil popularidade governamental.

As restrições e ameaças políticas atuais são limitadores importantes para a estratégia natural de início de mandato e adequada para o ciclo econômico corrente, isto é, administrar uma desaceleração controlada da atividade que levasse a inflação de volta à meta com o menor custo econômico possível.

O resultado das eleições foi o mais apertado da história, e uma parcela significativa da população se declara “conservadora”. Essa nova postura política é um desafio adicional para o presidente Lula, que começa seu

1 [Fev. 2023 – Brilha uma estrela... cadente?](#)

mandato com baixa popularidade e nível de rejeição semelhante ao do ex-presidente Bolsonaro nos primeiros meses de governo. Portanto, é preciso cautela política por parte do presidente Lula no manejo da economia.



Popularidade é uma moeda de troca relevante na relação entre executivo e legislativo, pois um presidente popular tem mais capital político e poder de barganha na negociação com os parlamentares. Aumentar a popularidade do governo é uma prioridade nesse início de mandato, já que proporcionaria uma melhor governabilidade em um ambiente politicamente turbulento.

O governo acredita que o aumento de popularidade será alcançado por meio da aceleração dos gastos, promovendo crescimento econômico e geração de empregos. Contudo, o alto endividamento do país e a necessidade de responsabilidade fiscal impõem limitações a essa estratégia. Aumentar gastos sem equilíbrio fiscal tende a gerar crises nos preços dos ativos, já que os investidores antecipariam o desequilíbrio das contas públicas buscando proteções em ativos em dólar e vendendo títulos públicos, elevando os juros futuros.

Ainda que o aumento de gastos seja executado, o que mais dificulta o objetivo de aceleração de crescimento e aumento de popularidade nesse início de mandato é o ponto do ciclo econômico em que nos encontramos. O Brasil é uma economia com alto nível de dívida bruta, inflação

alta e desemprego abaixo da NAIRU (taxa de desemprego de equilíbrio da economia). Essas condições tendem a transformar novos estímulos econômicos em mais inflação, e não em crescimento.

O atual processo inflacionário no Brasil exige a desaceleração da atividade econômica e, infelizmente, o aumento do desemprego. Essa necessidade levou o Banco Central do Brasil (BCB) a elevar a taxa Selic para 13,75% a.a.

Enquanto nos Estados Unidos o debate econômico sobre o combate à inflação concentra-se na necessidade entre um “hard landing” (queda brusca da economia) e um “soft landing” (queda suave da economia), no Brasil, tanto os mercados quanto o governo esperam que o processo de desinflação ocorra com um impacto econômico mínimo. A pesquisa Focus, por exemplo, prevê um crescimento abaixo do potencial, de 0,90%, em 2023, mas estima que a partir de 2024, o crescimento retorne ao seu potencial, oscilando entre 1,5% e 2%.

Diferentemente dos EUA, onde o processo de desinflação é facilitado pelas expectativas ancoradas na meta, o Brasil enfrenta um custo maior em termos de atividade econômica, devido à desancoragem dessas expectativas.

Acreditamos que grande parte dessa desancoragem é resultado da percepção de que o governo brasileiro não estaria disposto a promover a desaceleração econômica necessária para trazer a inflação de volta à meta. Essa percepção está alinhada com a prioridade política de acelerar a atividade econômica no curto prazo.

Quanto mais tempo o governo levar para reconhecer a necessidade de respeitar o ciclo econômico, maior será o custo em termos de produto para controlar a inflação e reequilibrar as variáveis econômicas.

O recorrente desafio de aumento de arrecadação

O equilíbrio das contas públicas tem sido um desafio constante para o Brasil nas últimas décadas. Desde o governo de Fernando Henrique Cardoso, que implementou um dos maiores aumentos de carga tributária na história

do país, o Brasil enfrentou repetidas crises fiscais. O ápice dessa tensão desencadeou o processo de impeachment da presidente Dilma Rousseff.

O governo Bolsonaro também enfrentou desafios fiscais. À época, o Ministro da Economia, Paulo Guedes, teve o mesmo diagnóstico de que seu antecessor, Henrique Meirelles, de que o equilíbrio das contas públicas seria alcançado por meio da redução dos gastos públicos e de reformas estruturais.

A administração Bolsonaro acreditava que a própria máquina pública seria a principal fonte de aumento no resultado primário, seja por meio da diminuição dos gastos correntes, da realização de privatizações ou do incremento no pagamento de dividendos de suas empresas estatais.

A redução do tamanho do Estado visava equilibrar a relação dívida/PIB e aumentar a eficiência da economia por meio do “crowding in” (efeito de deslocamento). Nesse cenário, o setor privado ocuparia os espaços deixados pelo setor público, impulsionando a atividade econômica e a sustentabilidade fiscal.

De maneira geral, o ex-ministro Paulo Guedes via, simbolicamente, a máquina pública e os seus funcionários como os principais adversários para a implementação de sua política fiscal.

O governo Lula possui um diagnóstico diferente: para proporcionar uma melhor qualidade de vida à população é necessário promover mais gastos sociais e aumentar o investimento público, a fim de impulsionar a economia em direção a uma nova fase de crescimento.

Um aumento de gastos fiscalmente responsável enfrenta o mesmo desafio de incremento de arrecadação que os governos anteriores enfrentaram. As medidas recentes anunciadas pelo Governo indicam que esse excedente de arrecadação deve vir do aumento da carga tributária efetiva.

Uma vez que o aumento dos impostos para a população em geral é extremamente impopular, e que a melhoria da popularidade é uma prioridade para o governo, a solução recai sobre a taxaço de setores privados específicos, grandes empresas e elites econômicas. Ao taxá-los, não haveria queda de popularidade e, eventualmente, até mesmo um aumento, simbolizando o conceito de Robin Hood.

Ou seja, enquanto o ex-ministro Paulo Guedes elegeu a máquina pública e os servidores públicos como adversários políticos para atingir seus objetivos fiscais, o ministro Haddad mira o setor privado, para gerar o aumento de arrecadação necessário.

Nesta carta, não abordaremos os detalhes do novo arcabouço fiscal recentemente apresentado, a detalharemos em outra oportunidade. Consideramos que a grande novidade foi o cronograma de superávits primários a serem alcançados nos próximos anos e entendemos que o principal conflito enfrentado pelo atual governo reside na disputa a ser travada no Congresso Federal, pelo aumento da taxaço ao setor privado, do qual seu objetivo fiscal e sobrevivência política dependem.

Essa disputa, recém-anunciada pelo governo, envolve entre 2% e 3% do PIB (200 a 300 bilhões de reais) a serem retirados dos lucros de grandes empresas e elites econômicas.

O desfecho da disputa a ser conduzida no Congresso Federal nos próximos meses determinará, em grande medida, a viabilidade econômica e política do atual mandato.

Os primeiros sinais de como o governo navega esse mar turbulento

Dadas as restrições expostas nesta carta, nos dedicamos a tentar entender as primeiras sinalizações de como o governo reagirá a um ambiente tão complexo e com tantas restrições para a administração de sua popularidade e política econômica.

Uma decisão já parece clara: não haverá tolerância com a desaceleração da atividade ou com aumento do desemprego.

O presidente Lula tem sido explícito em sua comunicação de que a prioridade neste início de mandato é fazer o país voltar a crescer e o desemprego diminuir, e que, para tal, a expansão dos gastos do governo é uma variável necessária.

Ao tomar essa decisão, o governo coloca o BCB em uma situação difícil, já que o banco central passa a enfrentar de forma solitária a batalha pela convergência da inflação à meta, ao mesmo tempo que o governo expande seus gastos. Ou seja, de um lado, o BCB promove o aperto das condições monetárias por meio da manutenção de uma alta taxa Selic, mas, por outro, o governo promove a expansão através de seus gastos públicos.

Mesmo assim, o governo optou pela combinação de aceleração dos gastos públicos com alguma ancoragem fiscal. Busca atingir o objetivo de reacelerar a atividade econômica, o que dificulta o processo de desinflação, mas não compromete imediatamente o equilíbrio da dívida pública.

Em relação a esse caminho tênue, observamos uma primeira e simbólica decisão, que foi o processo de reoneração dos preços da gasolina. Havia consenso entre governo e mercado de que a reoneração era devida e necessária, uma vez que a perda de arrecadação resultante da desoneração era muito relevante. A reoneração de um preço básico como a gasolina tem capacidade de afetar de forma significativa a popularidade do governo, variável que, como apontamos anteriormente, é vital para sua governabilidade.

A decisão final foi reonerar apenas parte da defasagem, mitigando a alta do preço da gasolina e seu impacto na popularidade. Mas, para manter a promessa de responsabilidade fiscal, buscaram uma nova fonte de arrecadação advinda da taxa de exportação de petróleo. Assim, dois objetivos foram alcançados: a perda de arrecadação gerada pela desoneração foi recuperada e o impacto na popularidade foi atenuado.

O que, à primeira vista, pode parecer uma solução equilibrada, representa uma abordagem estrutural diante de um problema que será recorrente neste mandato.

O aumento de gasto fiscalmente responsável exige maior arrecadação.

A maior arrecadação poderia vir de um crescimento mais forte do PIB (limitado pelo atual ponto do ciclo econômico, que já mostra uma economia em esgotamento) ou por meio do aumento da tributação.

O aumento da tributação pode ser feito de forma horizontal para toda a população (aumento da gasolina, CPMF, PIS/COFINS etc.) ou setorial, aumentando os tributos de setores econômicos específicos.

No caso da reoneração da gasolina, o governo optou por um caminho intermediário, mas já sinalizou sua disposição para taxar setores produtivos eficientes como fonte de novas receitas.

A vantagem percebida no aumento da arrecadação por meio da tributação a setores específicos é o menor impacto na popularidade do governo.

Com a apresentação do novo arcabouço fiscal, essa lógica da estrutura política econômica foi claramente comunicada.

A busca por 2% A 3% do PIB em excesso de arrecadação

É importante reconhecer a habilidade na condução da comunicação da equipe econômica até o momento. Poucas informações vazaram para a imprensa durante a elaboração do novo arcabouço. As informações divulgadas foram cuidadosamente controladas e efetivamente ancoraram o mercado com o único dado disponível: o cronograma futuro de superávits primários.

Esse cronograma afastou imediatamente os cenários mais pessimistas e surpreendeu o mercado de forma positiva. Mesmo que os detalhes de como alcançar esse cronograma não tivessem sido explicitados, houve uma forte reação positiva nos preços dos ativos.

Uma vez revelado o caminho da meta de superavit, ficou evidente o tamanho do desafio relacionado ao aumento da arrecadação e, considerando a sensibilidade popular, o tamanho do fardo atribuído ao setor privado.

Ao somar as intenções arrecadatórias desde o início do governo, incluindo o anúncio após a PEC da transição e as apresentadas no arcabouço fiscal, temos cerca de 2.5% do PIB, aproximadamente 250 bilhões de reais, a serem retirados das margens de lucro de forma recorrente do establishment econômico.

Medidas propostas de aumento de carga tributária

(R\$, bilhões e % do PIB)

Medidas	2023		2024	
	R\$ Bi	% do PIB	R\$ Bi	% do PIB
Ações de Receitas Permanentes				
Aproveitamento de crédito do ICMS	30	0.28%	39.82	0.35%
PIS e COFINS sobre Receita Financeira	4.4	0.04%	6.01	0.05%
PIS e COFINS sobre combustíveis	28.88	0.27%	54.51	0.47%
Efeito permanente do incentivo à redução da litigiosidade no CARF	15	0.14%	15.45	0.13%
Efeito permanente do incentivo à denúncia espontânea	5	0.05%	5.15	0.04%
CSLL e IRPJ sobre benefício ICMS	45	0.42%	108	0.8%
Tributação de lojas eletrônicas	4	0.04%	9	0.1%
Tributação de apostas online	7.5	0.07%	18	0.1%
Ações de Receitas Extraordinárias em 2023				
Incentivo extraordinário à redução da litigiosidade no CARF	35	0.33%		
Incentivo extraordinário à denúncia espontânea	15	0.14%		
Receitas primárias com ativos do PIS/PASEP	23	0.21%		
Total	212.8	1.99%	256.5	2.09%

Como já exemplificado pela a reoneração parcial da gasolina, ficou evidente que os adversários enfrentados pelo atual governo no Congresso são as maiores empresas brasileiras e as elites econômicas.

Assim como Paulo Guedes cometeu o equívoco de anunciar a privatização de todas as estatais simultaneamente no início do mandato anterior, reunindo a força política do funcionalismo contra ele, o Ministro Haddad parece ter adotado uma estratégia semelhante ao anunciar previamente a intenção de aumentar a taxaço de diversos setores econômicos, promovendo a união e organização política dos grupos afetados contra as medidas a serem apresentadas pelo governo.

O próximo passo é disputar no Congresso os novos recursos do Estado para aumentar a taxaço efetiva sobre o setor privado.

O setor privado já compreendeu esse cenário e se organiza por meio de lobbies profissionais e do uso de sua influência no Congresso e na sociedade para barrar as intenções arrecadatórias do governo.

Dada a fragilidade da popularidade e a forte polarização da sociedade, que implicam em uma oposição estrutural ao atual governo, parece-nos que uma iniciativa privada forte e bem-organizada tem boas chances de obter importantes vitórias no Congresso.

Até o momento, o silêncio da classe política sobre essa disputa parece estratégico. Os congressistas, ao vislumbrarem as nuvens carregadas no horizonte, aguardam para melhor se posicionarem diante de suas estratégias políticas individuais.

A disputa por recursos públicos entre governo e elites é tão antiga quanto a própria democracia. O desafio democrático é alcançar um equilíbrio de poderes entre elites e população, garantindo que os recursos das elites sejam transferidos para melhorar a vida da população, mas também incentivando essas elites a continuar produzindo riqueza para futuras transferências.

O risco do modelo democrático reside tanto nos governos elitistas, que ignoram as necessidades da população, gerando instabilidade social e política, quanto nos governos populares, que confiscam excessivamente a riqueza e desestimulam o crescimento econômico, empobrecendo a economia ao longo do tempo.

Essa disputa é frequentemente ruidosa e volátil, com a popularidade presidencial e a percepção social de que o governo faz bom uso dos recursos públicos atuando como fator estabilizador.

Como ficamos?

Caso o governo sofra uma derrota, seu arcabouço fiscal, fortemente dependente do aumento da arrecadação, seria desmantelado, revelando simultaneamente uma incapacidade estrutural de implementar suas pautas no Congresso.

As duas principais agendas legislativas no início do governo, o novo arcabouço fiscal e a reforma tributária, enfrentam os mesmos atores políticos como adversários. Portanto, o resultado de uma disputa poderia indicar o resultado da outra.

Duas derrotas em pautas importantes durante o chamado período de “lua de mel” alterariam a percepção de estrutura de poder e a agenda nacional.

Em um cenário de derrota, provavelmente veríamos nos meses seguintes forte volatilidade e piora dos preços dos ativos, até que fosse alcançada uma nova estabilização política – seja por meio de uma reforma

ministerial concedendo maior poder aos vencedores, seja em um ambiente de disputas retóricas entre o Executivo e o Legislativo, em que alguma estabilidade seria alcançada tendo em vista as próximas eleições para a presidência da Câmara e do Congresso, e principalmente, para as eleições municipais de 2024.

Esse ambiente serviria como preparação para a próxima eleição presidencial, e, em algum momento, os mercados se recuperariam devido às articulações e projeções para um novo ciclo presidencial.

Por outro lado, se o governo vencer no Congresso e o aumento da arrecadação for aprovado, os mercados reagiriam positivamente a curto prazo, devido à percepção de que a responsabilidade fiscal foi alcançada – ainda que com quedas significativas nos preços das ações das empresas mais afetadas pelo aumento de impostos.

Nesse cenário, a expansão dos gastos continuaria pressionando a inflação para cima e a desaceleração econômica insistiria em seguir o ciclo de esgotamento da capacidade ociosa, mas a intolerância ao desaquecimento econômico também persistiria, levando à aplicação de eventuais novos estímulos. A cada nova frustração fiscal, novos impostos sobre setores privados específicos seriam cogitados. O aumento da carga tributária, que teria parecido ser um ajuste único, poderia se tornar fonte recorrente de novas receitas, e a melhora de curto prazo eventualmente daria lugar a uma piora mais estrutural dos preços até o novo ciclo político.

Parte 2

Tango atravessando o samba

Como muitos conflitos socioeconômicos encontram referências no passado, a emergência dessas novas informações nos leva a considerar o caso argentino.

Em geral, percebemos as comparações entre Brasil e Argentina como simplistas e superficiais. No entanto, diante do cenário atual, acreditamos ser válido revisitar a história argentina, já que o país seguiu o caminho de financiar políticas públicas por meio de aumento recorrente de taxaço em setores específicos nas últimas décadas. A comparação com nossos vizinhos tende a se tornar cada vez mais frequente e, portanto, abordaremos esse tema de maneira mais aprofundada no restante do texto.

A grande diferença da recente política econômica do Brasil em relação à Argentina está no início dos anos 2000.

Enquanto Nestor Kirchner foi eleito para desfazer todas as reformas liberais implementadas por Carlos Menem nos anos 90, Lula, na reta final das eleições brasileiras de 2002, escreveu uma carta ao povo brasileiro assegurando que não faria mudanças abruptas na política econômica que colocassem em risco o controle inflacionário.

Lula recebeu um mandato presidencial para preservar as conquistas de FHC e avançar na distribuição de renda, enquanto os argentinos acreditavam que as reformas econômicas liberais dos anos 90 causaram o colapso econômico de 2001, dando a Nestor Kirchner um mandato em branco para criar um futuro para a Argentina.

Em 2022, o presidente Lula recebeu uma mensagem ambígua das urnas. A eleição foi praticamente empatada, com a rejeição de ambos os lados sendo o fator principal. Lula venceu com o apoio de eleitores mais

anti-Bolsonaro do que pró-Lula, o que indica menor tolerância a um mandato muito à esquerda.

Essa paridade eleitoral se traduz em baixa popularidade no início do mandato, gerando ansiedade e pressão para implementar medidas econômicas expansionistas.

Essa nova oposição traz equilíbrio de forças entre esquerda e direita, restringindo os espaços disponíveis ao novo governo e pressionando o Governo Lula a priorizar o cuidado com sua popularidade.

Acreditamos que um cenário “argentino” no Brasil seja de baixa probabilidade, dada a nossa percepção da posição desfavorável do atual governo nessa disputa direta contra o establishment.

Algo semelhante às decisões do mandato de Cristina Kirchner, mas em estágios iniciais, ocorreu durante o mandato da presidente Dilma Rousseff. Dilma enfrentou uma forte aceleração da inflação devido ao desequilíbrio entre oferta e demanda após anos de robusto crescimento do PIB brasileiro, onde o hiato do produto foi consumido. Assim como Cristina, Dilma não quis promover uma desaceleração organizada da economia. Para enfrentar a alta de preços, optou pelo congelamento de itens sensíveis à população, aumento dos gastos do governo para elevar a oferta do produto e manobras fiscais para melhorar as contas públicas.

Na época, o risco de “argentinização” da nossa política econômica era alto, e não sabíamos ao certo o grau de ideologização da sociedade brasileira, nem mesmo qual seria o impacto da deterioração econômica e aumento da inflação na popularidade presidencial, assim como a capacidade da sociedade de se organizar contra as más decisões do governo.

Entretanto, diferentemente da manutenção da alta popularidade de um governo de esquerda e do aumento de sua influência sobre os poderes legislativo e judiciário, observados no governo Cristina Kirchner, no Brasil ocorreu uma rápida deterioração da popularidade da presidente Dilma e um esvaziamento completo de seu apoio no parlamento. Isso levou ao impeachment e a uma subsequente correção de rumos na política e na economia brasileira.

Diante dos desmandos econômicos, a sociedade brasileira reagiu de forma distinta à da sociedade argentina.

História argentina

Para compreendermos melhor essas diferenças, é crucial contextualizar a história recente da economia de nossos vizinhos, a fim de estabelecer adequadamente o significado da expressão “Argentinização” da economia, tão frequentemente utilizada em nosso país.

Aos interessados em história socioeconômica, e que ainda tiverem fôlego para seguir a leitura, compartilhamos um excelente resumo da saga argentina recente, escrito exclusivamente para a Mar Asset por Andres Borenstein.

Um verdadeiro thriller político-econômico argentino dos últimos 30 anos, fascinante e decepcionante ao mesmo tempo, pois a Argentina continua perdendo postos no ranking de PIB per capita nos últimos 100 anos.

Andres Borenstein navega habilmente pelas diversas camadas políticas e econômicas da fascinante e complexa sociedade argentina. Bonaerense, economista e jornalista, torcedor fiel do River Plate, nosso amigo e referência para questões relacionadas aos nossos hermanos.

Aproveitem!

Argentina sob comando dos Kirchners

por Andres Borenstein

Na política, 2+2 não é igual a 4. O contexto onde os desdobramentos políticos ocorrem pode ajudar na compreensão de por que as trajetórias de países podem divergir, conforme o fizeram Argentina e Brasil, nas últimas duas décadas, muito além das afinidades entre os líderes de ambos os países. Nos anos 1980, os brasileiros o chamavam de “efeito Orloff”, em alusão à propaganda da famosa marca de vodka. O Plan Austral foi contemporâneo do Plano Cruzado e os países, em geral, seguiam trilhas similares. Isso mudou há 20 anos.

A Argentina entrou em colapso em 2001. O sistema de “*currency board*” - uma espécie de comitê monetário, formado por interventores nomeados, destinado a garantir a paridade cambial fixa, veio abaixo após 11 anos da âncora cambial 1 Peso x 1 USD. Naquela década, várias reformas importantes mudaram a economia. A Argentina privatizou tudo, desde a geração de energia elétrica até a petrolífera YPF, passando pelo serviço postal, a rede de telecom e a maioria das rodovias. A economia apresentava um grau de abertura sem precedentes e o decreto de desregulamentação assinado por Domingo Cavallo em 1991 mudou completamente a organização da economia.

A conversibilidade e suas reformas estruturais ajudaram a suportar a Crise da Tequila e a crise dos Tigres Asiáticos, mas começou a patinar com a Crise da Rússia e depois recebeu um Exocet quando o Brasil depreciou o BRL em janeiro de 1999. Os últimos dois anos concentraram esforços em manter o placar em 0 x 0, num jogo onde o adversário era muito superior. Quando a economia foi pelos ares, a taxa de câmbio saltou de 1 para 4 em questão de meses, a produção encolheu em 10,9% apenas em 2002 e mais de 20% no período de 1998-2002. O desemprego passou dos 20% e as taxas de pobreza atingiram 52%, o que é vergonhoso para um país que produz alimento em quantidade 10 vezes superior à sua população. A crise bancária, por sua vez, propiciou o congelamento de boa parte da poupança da classe média. Trata-se de um fator chave, uma vez que a classe média vota nos moldes de um cidadão americano independente

(*swing voter*). A classe média foi às ruas pela primeira vez desde a redemocratização. À princípio, tratou-se de uma agenda anti-políticos: “*Que se vayan todos*”, mas na medida em que a situação se acalmou, os culpados passaram a ser os “*roaring 90s*”.

O sistema de partido político também foi uma vítima da crise. Durante o Natal de 2001, a Argentina teve cinco presidentes em uma semana. O regime acéfalo deu margem ao Congresso, que elegeu para presidente o governador peronista Duhalde, que havia perdido a eleição presidencial em 1999 e se esforçado sobremaneira para garantir o fracasso de todos seus rivais. Duhalde e sua máquina peronista na Província de Buenos Aires foi acusado de organizar os saques ocorridos nos derradeiros dias do governo De La Rúa.

No final das contas, Duhalde conseguiu estabilizar a economia. A desvalorização ajudou a reduzir gasto público. As empresas renegociaram seus débitos em dólar, bem como receberam enorme auxílio do governo com a “pesificação das dívidas no mercado doméstico”. Várias grandes empresas, incluindo exportadores, se beneficiaram com a redução extraordinária de suas dívidas, em razão de vendas. O sistema financeiro exigiu grande medida de indulgência para não mostrar sinais de que era bastante insolvente.

Entretanto, a morte de duas pessoas em uma manifestação forçou Duhalde a pedir eleições sem sua presença na urna. Ele buscou candidatos peronistas e pelo menos dois veteranos recusaram, incluindo o ex-governador de Santa Fe, Carlos Reuteman, lembrado como um dos adversários de Nelson Piquet nos anos 1980.

Foi então que surgiu Nestor Kirchner, que foi governador da semidesértica Província da Patagônia, não muito conhecido nas grandes cidades. A fragmentação era o nome do jogo. Carlos Menem chegou em primeiro com 27% dos votos e Kirchner em segundo, com 23%. Não muito atrás, Ricardo López Murphy, um camarada pró-mercado com seu PhD de Chicago. Para a maioria da população, a taxa de pobreza argentina de 50% e outras mazelas sociais e desastres econômicos eram frutos das políticas neoliberais de Menem. Assim, as pesquisas constataram que no segundo turno todos votariam no Kirchner, e Menem desistiu. Dessa forma, Kirchner se tornou presidente sem obter legitimidade do voto

majoritário. Teria sido a primeira eleição em segundo turno da Argentina, mas Kirchner ganhou de W.O.

Já com Kirchner na Casa Rosada, houve um processo de cooptação de outras forças que buscavam a legitimidade que não viera pelo voto. Esse processo envolveu a construção de uma narrativa hostil às reformas “neoliberais” propostas pelo Consenso de Washington. Todos esses se tornaram um risco político. A presença do Estado como mola propulsora da recuperação econômica, a construção de uma classe média doméstica e regulamentação mais firme faziam parte da cartilha. Multinacionais e regras de políticas monetárias foram relegadas a um segundo plano. Há relatos bem conhecidas de como Kirchner mantinha CEOs internacionais esperando por horas, intencionalmente, apenas para mostrar às lideranças nacionais quais eram as prioridades.

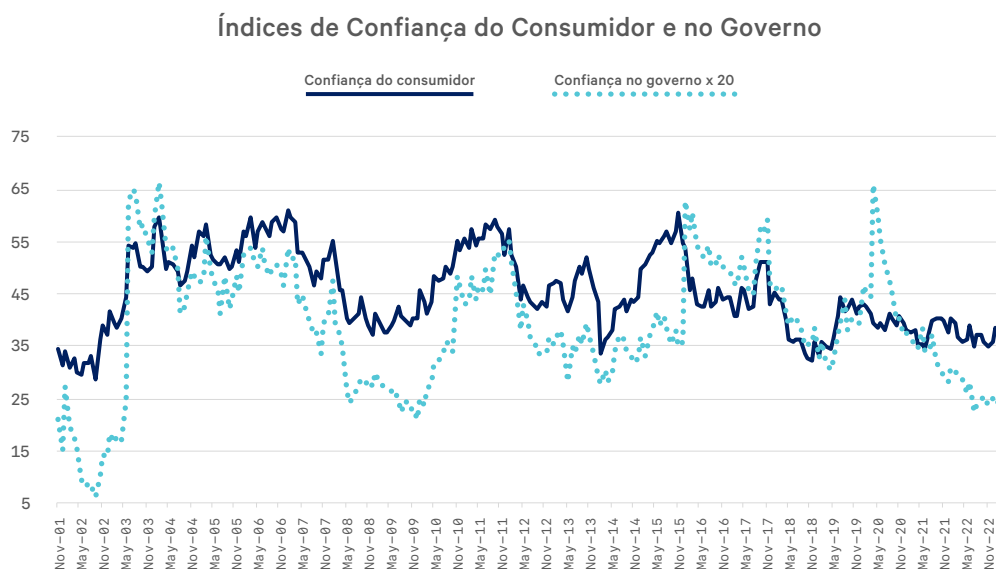
Paralelamente, surgia uma nova espécie de empresários patagônicos. Companheiros que até 2003 eram motoristas ou caixas de banco se tornaram donos de construtoras com contratos multimilionários. Eles eram chamados de “empresários pinguins”, em referência à origem patagônica. O dinheiro deles não comprava reputação, mas com recursos financeiros se tornaram importantes em outros grandes negócios: mídia, cassinos e, em menor medida, energia.

Kirchner era um político conservador. Quando sua província recebeu sua parte da privatização da YPF, ele rapidamente depositou centenas de milhões em uma conta *off-shore*. Isso é importante para entender que sua inclinação a uma economia mais centralizada pelo Estado foi mais para se alinhar às demandas da sociedade do que por convicção ideológica. Na realidade, Nestor Kirchner obteve superávits primários em todos os anos de seu mandato (2003-2007). Nestor compreendia que as crises fiscais eram a força motriz por trás das crises econômicas. Kirchner recebia diariamente um resumo com dados simples, como receita fiscal do dia anterior, gastos, reservas internacionais e outros dados, a fim de garantir que não haveria uma crise no horizonte.

Em 2005 Kirchner traiu Duhalde. Ele criou outro partido e sua esposa, Cristina, disputou uma vaga na Câmara contra a esposa de Duhalde. Cristina venceu e isso marcou a mudança do peronismo para o kirchnerismo. A partir desse momento, os Kirchners pararam de cooptar outras

forças, pois já possuíam legitimidade. A economia estava em forte crescimento, o hiato do produto estava próximo aos 20% em 2003 e a inflação estava sob controle. Kirchner conseguiu gerar emprego sem pressionar o mercado de trabalho e gozou de um superávit de infraestrutura (inclusive energia) para sustentar crescimento sem efeitos colaterais indesejados.

A sociedade percebeu que os Kirchners não eram idôneos, mas esta demandava crescimento e emprego, em vez de instituições. E os Kirchners cumpriram. O salto em confiança no governo e, em menor grau, a confiança do consumidor que se inicia em maio de 2003 (quando Nestor assumiu a presidência) foi marcante.



Em termos políticos, os Kirchners começaram a se ver como heróis inquestionáveis. As pessoas começaram a falar sobre o antes e depois da era Kirchner. A narrativa e o uso de redes sociais se tornaram ferramentas-chave para atrair milhares de jovens e intelectuais. Houve uma redescoberta dos anos 1970. Eles começaram a usar sua própria mídia e propaganda estatal, assim como apenas Peron antes o fizera em tempos democráticos.

O ano de 2007 foi especial. É importante ressaltar dois fatores. Em dezembro, Cristina Kirchner se tornou presidente e a inflação atingiu dois dígitos, à medida em que o hiato do produto se fechou. Um terceiro fator

importante é que Kirchner começou a manipular estatísticas, de forma a não mostrar as taxas de inflação de dois dígitos. Isso levou a um primeiro “*default*”, à medida em que títulos indexados à inflação passaram a receber uma taxa de cupom bem abaixo do valor de mercado justo. Esse fato, por sua vez, contaminou toda a categoria de dívida soberana, tanto em ARS quanto em USD.

Paralelamente, a prudência de Nestor Kirchner se perdeu. Mesmo com a economia a todo vapor, Cristina decidiu ultrapassar os limites e aumentou os gastos públicos de várias formas.

- / Incorporação de pensionistas sem contribuições suficientes, aumentando o número de pensionistas de 3 para 7 milhões de pessoas.
- / Subsídios à energia elétrica, gás e transporte começam a aumentar, com preços congelados desde 2001.
- / Aumento da folha de pagamento.
- / Ampliação dos gastos em infraestrutura (com enorme dose de corrupção, evidenciada após o “*Cuadernos Affair*”).

Se o ano inteiro representa 100 em termos de gasto primário real, o ano de 2007 atingiu 213, ou seja, o gasto dobrou ao longo de um mandato presidencial de quatro anos. Em 2011 o número chegou a 311, e no final do segundo mandato de Cristina em 2015, o número foi para 389. O gasto público se manteve crescente, mas a economia havia parado já ao final de 2011.

Os gastos do setor público consolidado (i.e., governo federal, províncias e municípios) saltou de 26 para 46% do PIB. Os gastos com aposentadoria cresceram de 5,8 para mais de 11% do PIB. Os subsídios econômicos, que não existiam no início do kirchnerismo, representavam mais de 4% do PIB em 2014/15.

Esse aumento de gasto foi financiado por meio de elevação da carga tributária em todas as três esferas de governo, uso de estoques como as reservas internacionais (que foram completamente esgotadas), a nacionalização dos fundos de pensão e o capital das empresas de serviços públicos.

Há uma geração inteira de Argentinos que se acostumaram com o fato de uma pizza ser mais cara do que um mês inteiro de eletricidade. Algo que

Macri afinal descobriu se tratar de importante obstáculo, já que mesmo alguns membros de sua própria coalização foram contra a cobrança do custo marginal dos clientes da classe média.

Em 2009, houve uma renovação de programas sociais

Diferentes versões de renda universal foram propostas por figuras fora do círculo peronista em seguida da crise de 2001, mas os Kirchners sempre se recusaram a tomar tal remédio. Após a derrota deles nas eleições de meio de mandato de 2009, eles criaram a mesada infantil, o primeiro programa quase universal, condicionado à frequência escolar. Foi o primeiro programa argentino de transferência condicionada de renda. Era um bom programa, mas com o passar dos anos tornou-se mais um entre muitos outros. Dado que a Argentina não tem conseguido gerar emprego, cada vez mais pessoas dependem desses programas para sobreviver. Enquanto nos primeiros anos os programas sociais careciam de menos de 0,5/0,7% do PIB, hoje em dia a Argentina gasta bem mais que 2% de seu PIB somente no governo Federal e, ainda assim, há 40% de pobreza.

Ademais, isso enfraqueceu o papel dos atores tradicionais, como os sindicatos, e fortaleceu o papel dos “piqueteros”, que são os representantes desses trabalhadores informais ou desempregados e geralmente atuam como intermediários. Para entrar na lista, é preciso pertencer a um desses grupos organizados. A derrota de 2009 foi marcante, mas ninguém pode negar que a crise global aliada à seca também foram fatores de desaceleração econômica.

Embora seja verdade, é importante recapitular e voltar à 2008. Esse é o ano da “regra 125”. Os Kirchners queriam mais dinheiro e focaram nos preços da soja e milho, o que os levou a elaborar um esquema de imposto progressivo para taxar exportações, resultando em taxas marginais de até 90% quando os preços da soja ultrapassavam 600 dólares por MT. Isso reacendeu uma antiga luta peronista contra os fazendeiros. Os peronistas possuem uma visão tradicional sobre um fator fixo na agricultura. Seus livros ignoraram completamente a revolução verde, o que significa que a Argentina aumentou sua produção agrícola de 40 para 100 milhões

de toneladas em uma geração. Eles compreenderam totalmente errado o conceito de fazendeiro, que deixou de ser um oligarca com grandes áreas e passou a ser composto por jovens engenheiros talentosos que alugavam terras para maximizar a produção.

O aumento em tarifas de exportação gerou uma revolta tributária, que foi em última instância apoiada pela classe média urbana. Cristina Kirchner dobrou a aposta várias vezes durante a revolta e, em mais de uma ocasião decidiu enviar ao Congresso o aumento da carga tributária. A proposta passou pela Câmara e, ao chegar no Senado, o conflito havia escalado. Isso levou alguns senadores peronistas de províncias com forte base agrícola a votar contra ou se abster. Assim, mesmo quando os Kirchners controlavam ambas as casas do Congresso, a votação era acirrada. A sessão se estendeu até às 6 da manhã e terminou empatada em 36 a 36 votos. Dessa forma, o vice-presidente, com seu voto de desempate, votou contra o governo.

Para muitos a “agricrise” é o começo da “*la grieta*”, a grande divisão. A partir daquele momento, é possível encontrar milhões de kirchneristas fanáticos e milhões de anti-Ks igualmente fervorosos. Existem diversas histórias de longas amizades desfeitas e famílias divididas nesse contexto de polarização social.

A agricrise foi provavelmente a única vez que os Kirchners não conseguiram exercer controle sobre o legislativo. Na maior parte da era Kirchner, o Congresso se mostrou complacente. Na Argentina, os partidos provinciais tendem a se alinhar ao governo e, quando há forças independentes, os Kirchners sempre foram capazes de cooptá-las, seja com dinheiro ou com a aprovação de obras públicas para a província. Em resumo, o Congresso quase nunca representou um fator político relevante.

O Judiciário era uma história diferente. Os Kirchners começaram com o pé direito, utilizando algumas vagas na Suprema Corte para nomear pessoas ilibadas. Isso lhes conferia uma reputação que, em algum momento, não mereciam. Como controlavam o Senado, tinham liberdade para nomear juízes e certamente fizeram uso dessa prerrogativa. Eles criaram um grupo chamado “Justicia Legítima”, composto por juízes e promotores alinhados aos Kirchners, garantindo que muitos dos casos de corrupção não prosperassem, entre outras coisas. Alguns elementos de independência no Judiciário permaneceram, mas é justo dizer que a

tradição do Judiciário é mudar de lado tão logo o poder passe para outras mãos ou haja uma expectativa nesse sentido.

A relação entre os Kirchners e as empresas mudou ao longo dos anos. A pesificação das dívidas ajudou bastante. Com o tempo, Kirchner permitiu que o jornal Clarín, o equivalente argentino ao Globo, fundisse duas emissoras de TV a cabo, concedendo-lhes amplos poderes monopolísticos. Tudo correu bem até Kirchner perceber que, durante a agrícise, o Clarín se posicionou ao lado dos fazendeiros e da classe média urbana.

Na retomada da guerra contra as empresas, dois marcos se destacam. Primeiramente, a criação da Lei da Mídia (posteriormente revogada por Macri), elaborada para destruir o Clarín. Em segundo lugar, em 2008, a Argentina nacionalizou os fundos de pensão privados, fazendo com que o governo não apenas começasse a receber o dinheiro antes de ser transferido aos fundos, mas também herdasse as ações. Com isso, o patrimônio estava presente em todas as empresas listadas na bolsa de valores local. Eles detinham entre 10 e 25% de todas as empresas listadas. A Corte interpretou a lei de tal forma que os fundos de pensão não podiam usar seu poder de voto para impor membros do conselho, mas o Estado nomeava os membros em todas as empresas. Assim, subitamente, havia membros do conselho que, em vez de tentar maximizar o valor da empresa, buscavam reduzir esse valor para maximizar o interesse público, considerando tratar-se de uma empresa pública.

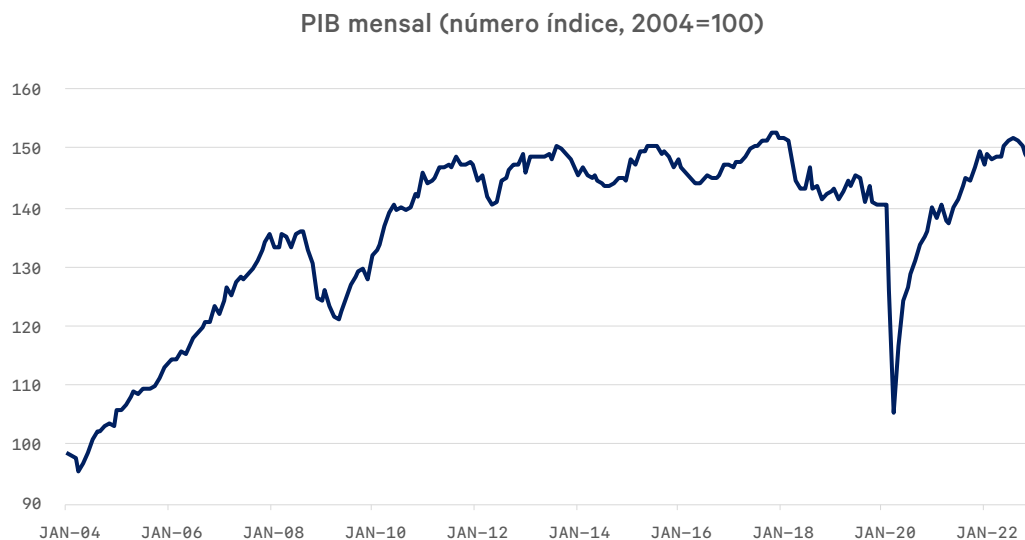
Dessa forma, os empresários que se beneficiavam das altas margens (uma característica clássica do populismo) e da pesificação da dívida começaram a se preocupar. O fato de a mídia estar em grande parte sob controle e de que falar contra o governo poderia resultar na perda de contratos e investigações tributárias, inibiu a postura crítica por parte dos empresários.

As ideias carro-chefe do Kirchnerismo as seguintes:

- / Energia elétrica barata para todos
- / Câmbio valorizado como forma de encurtar o hiato entre conforto (i.e., viagem, celulares) e pessoas
- / O Estado regula a atividade econômica
- / Aluguéis para os amigos (proteção para industrialistas, obras

públicas para empreiteiras, autorização de importações, compras do governo). Isso mantém a comunidade empresarial amistosa. Muitos empresários locais não conseguiriam vender suas empresas por um preço razoável sob os Kirchners, mas teriam enorme retorno de dividendos. Dinheiro em detrimento do valor de longo-prazo.

/ A sociedade não tem apetite por mudança, posto que dispõem de um bem-estar falseado.



Ao longo dos anos, esse bem-estar artificial começou a se desintegrar. Apagões, diminuição no número de ônibus e restrições às importações evidenciavam a insuficiência da economia.

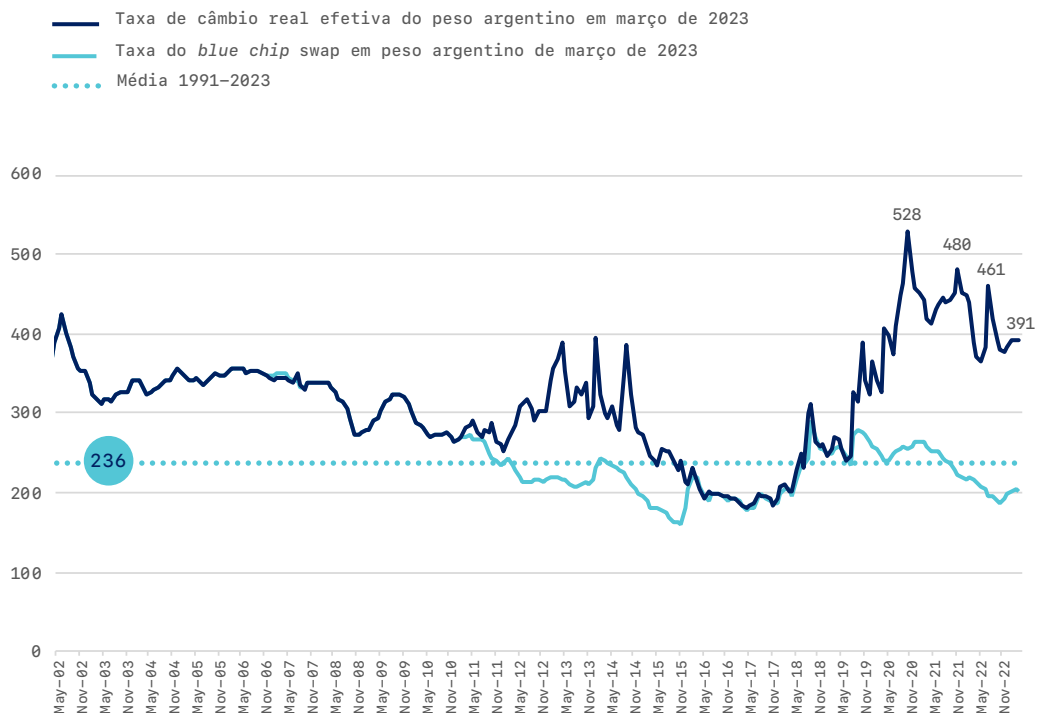
O problema surge quando se tenta mudar a partir de um plano racional. Apenas algumas pessoas percebiam a necessidade de mudança, enquanto outros acreditavam em realismo mágico, pois veem normalidade na situação de a energia elétrica ser mais barata do que pizza. Para essas pessoas, os apagões ocorriam porque as empresas eram insensíveis e cruéis.

O populismo cambial

A taxa de câmbio, que estava bastante competitiva no início do mandato de Nestor Kirchner, aproximou-se dos níveis de equilíbrio quando Cristina assumiu e, em seguida, continuou valorizando, chegando em 2015 como a mais valorizada da história.

À medida que a inflação corroía a competitividade e o dólar se tornava mais acessível, ocorreu uma notável escassez de dólares, que exigia a oferta do Banco Central ou uma desvalorização. A única desvalorização que o regime kirchnerista permitiu foi no auge da crise global de 2009, mas depois preferiu vender os dólares do Banco Central.

Câmbio paralelo vs oficial (em termos reais efetivos) na Argentina



Naquela época, Cristina era presidente, mas Nestor ainda tomava as decisões. Sua morte, em 2010, encerrou o conservadorismo. Cristina decidiu apostar “*all in*”. Quando a economia se recuperou rapidamente em 2010 e ela se aproveitou de sua imagem de viúva para reconquistar popularidade, obteve uma vitória esmagadora na eleição de 2011.

Após a eleição de 2011, em que Cristina derrotou Hermes Biner (socialista) por uma margem enorme - 54,1% contra 16,8%; mais do que o triplo - isso permitiria arcar com o custo político de uma desvalorização. Em vez disso, Cristina impôs controles ao câmbio. Tais controles apresentam retornos marginais decrescentes, o que significa que o Banco Central teve de endurecer as medidas várias vezes. Quando Cristina deixou o governo, o Índice de Taxa de Câmbio Real Multilateral (ITCRM) demonstrou que

o ARS estava mais forte do que em qualquer outra época desde a redemocratização em 1983, considerando também o sistema de câmbio fixo.

Dessa forma, a economia estava travada com baixa produtividade, fechada à competição externa, câmbio valorizado e com preços relativos completamente distorcidos. O investimento estrangeiro direto é um indicativo disso. Nos anos 1990, a Argentina era um exemplo de sucesso. Durante os Kirchners, não só Brasil e México receberam mais dinheiro (sendo países bem maiores), mas também Chile, Peru e Colômbia.

A saída do populismo é difícil

Pode-se discutir a razão pela qual o governo de Macri não obteve êxito. Certamente, foi uma combinação de um enorme legado negativo deixado por Cristina, seus próprios erros de gestão e a dose necessária de má sorte com o Fed iniciando o ciclo de aperto monetário em 2018, aliado a uma seca severa, que restringiu o influxo de dólares.

Para além dos erros, dismantelar a cultura de um superestado que cuida das pensões de todos, das contas de energia, dos subsídios aos transportes, dos auxílios sociais e da proteção às empresas não competitivas foi difícil desde o início.

Macri certa vez disse que enfrentou uma crise assintomática e que, por isso, não houve demanda por mudança na sociedade; nem mesmo seus correligionários conseguiam entender por que as contas de luz tinham que ser multiplicadas por cinco.

Esse é, talvez, o maior desafio para qualquer pessoa que vença a próxima eleição.



Relação com investidores

Igor Galvão

55 21 99462 3359

contato@marasset.com.br

rio de janeiro – rj • av. ataulfo de paiva 1351, 3º
andar, leblon • 22440 034
marasset.com.br



Andres Borenstein

54 11 5252 1035

info@econoviews.com

econoviews.com/es