



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

João Vitor Malheiros Pinto

UMA ANÁLISE HISTÓRICA DA INFLAÇÃO NA ARGENTINA ENTRE 2003 E 2019
SOB A ÓTICA DOS CHOQUES EXTERNOS E DE INSPIRAÇÃO ESTRUTURALISTA

Rio de Janeiro

2024

João Vitor Malheiros Pinto

UMA ANÁLISE HISTÓRICA DA INFLAÇÃO NA ARGENTINA ENTRE 2003 E 2019 SOB
A ÓTICA DOS CHOQUES EXTERNOS E DE INSPIRAÇÃO ESTRUTURALISTA

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado
ao Instituto de Economia da Universidade
Federal do Rio de Janeiro como exigência para
a obtenção do título de Bacharel em Ciências
Econômicas.

Orientador: Professor Dr. Eduardo Figueredo
Bastian.

Rio de Janeiro

2024

CIP - Catalogação na Publicação

M249a Malheiros Pinto, João Vitor
Uma análise histórica da inflação na Argentina
entre 2003 e 2019 sob a ótica dos choques externos e
de inspiração estruturalista. / João Vitor Malheiros
Pinto. -- Rio de Janeiro, 2024.
87 f.

Orientador: Eduardo Bastian.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto
de Economia, Bacharel em Ciências Econômicas, 2024.

1. Argentina. 2. estruturalismo. 3. inflação. 4.
pós-keynesianos. 5. análise histórica. I. Bastian,
Eduardo, orient. II. Título.

JOÃO VITOR MALHEIROS PINTO

UMA ANÁLISE HISTÓRICA DA INFLAÇÃO NA ARGENTINA ENTRE 2003 E 2019 SOB A
ÓTICA DOS CHOQUES EXTERNOS E DE INSPIRAÇÃO ESTRUTURALISTA

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao
Instituto de Economia da Universidade Federal do
Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do
título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Rio de Janeiro, 24/01/2023.

EDUARDO FIGUEIREDO BASTIAN - Presidente

Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

CARLOS PINKUSFELD MONTEIRO BASTOS

Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

RODRIGO VERGNHANINI

Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

Agradecimentos

Primeiramente, agradeço aos meus pais e meus avós, que sempre deram o apoio e suporte para os meus estudos e são responsáveis diretos pela redação deste trabalho e pela conclusão da minha graduação.

Agradeço também aos meus amigos. Não só às verdadeiras amizades que criei na faculdade e que quero levar para toda a vida, mas também àqueles de outros ciclos que além de todas as qualidades, também me deram apoio em momentos críticos da graduação.

Agradeço à UFRJ e ao IE, instituições que me ensinaram muito e que tenho orgulho de dizer que fizeram parte da minha vida, e que espero que continuem fazendo no futuro. Tive o privilégio de ter muitos bons professores, que ministraram muitas aulas enriquecedoras, mas gostaria de fazer um agradecimento especial ao meu orientador Eduardo Bastian e às professoras Marina Szapiro e Ana Reif, as quais tive o prazer de fazer Iniciação Científica e que agregaram bastante na minha formação.

Resumo

Este trabalho busca, por meio de uma revisão bibliográfica e pautada sobre uma análise histórica, compreender o processo inflacionário na Argentina entre 2003 e 2019, período marcado por três ciclos presidenciais e diferentes dinâmicas inflacionárias. Nesse sentido, estas dinâmicas estiveram inseridas em diferentes ambientes econômicos, e por sua vez, também foram lidadas de formas distintas, tanto no que tange às políticas econômicas adotadas quanto pelo arcabouço teórico que interpretava a inflação. Dessa forma, sob uma abordagem que compreende elementos do estruturalismo (especialmente, da escola estruturalista latino-americana) e da corrente pós-keynesiana, busca-se avaliar se os choques externos e a estrutura produtiva foram elementos explicativos da inflação argentina neste período. Para tal, serão analisados, sob uma perspectiva crítica, diversos elementos que marcam a economia do país no período retratado (bem como da década de 1990, que merece ser contextualizada para uma adequada compreensão dos primeiros anos do período estudado), focando em aspectos e políticas relacionados ao crescimento econômico, e que tiveram impactos na inflação.

Palavras-chave: Argentina, estruturalismo, inflação, pós-keynesianos, análise histórica.

Abstract

This work seeks, through a literature review and grounded in a historical analysis, to understand the inflationary process in Argentina between 2003 and 2019, during which there were three presidential cycles marked by different inflation dynamics. In this sense, these dynamics were embedded in different economic environments and, in turn, were also dealt with in different ways, both in terms of adopted economic policies and the theoretical framework interpreting inflation. Thus, under an approach that encompasses elements of structuralism (especially from the Latin American structuralist school) and the post-Keynesian school, the aim is to assess whether external shocks and the productive structure were explanatory factors for Argentine inflation during this period. To do so, various elements that characterize the country's economy during the depicted period (as well as the 1990s, which deserves contextualization for a proper understanding of the early years of the studied period) will be critically analyzed, focusing on aspects and policies related to economic growth that had impacts on inflation.

Keywords: Argentina, structuralism, inflation, post-Keynesian, historical analysis.

Sumário

| | | |
|-------------|--|-----------|
| 1. | Introdução | 7 |
| 2. | Referencial Teórico | 11 |
| 2.1. | A Teoria Quantitativa da Moeda e seus antecedentes | 11 |
| 2.2. | As considerações de Wicksell | 14 |
| 2.3. | As considerações de Keynes e da Síntese Neoclássica | 14 |
| 2.4. | Considerações de Friedman | 16 |
| 2.5. | As considerações do Novo Consenso Macroeconômico | 18 |
| 2.6. | O debate sobre a hiperinflação alemã da década de 1920 | 19 |
| 2.7. | Considerações do Estruturalismo | 21 |
| 2.8. | Teoria da Moeda Endógena e Inflação | 24 |
| 2.9. | Conclusões preliminares | 26 |
| 3. | O inconveniente da inflação no Governo Néstor Kirchner | 28 |
| 3.1. | O período da Conversibilidade | 28 |
| 3.2. | O programa macroeconômico de Néstor Kirchner | 34 |
| 3.3. | O fronte financeiro | 39 |
| 3.4. | E a inflação? | 41 |
| 3.5. | Conclusões preliminares | 45 |
| 4. | O esgotamento do modelo nos governos de Cristina Kirchner | 47 |
| 4.1. | 2008 enquanto inflexão diante da primavera kirchnerista | 47 |
| 4.2. | A derrocada kirchnerista | 52 |
| 4.3. | A escalada inflacionária | 56 |
| 4.4. | Conclusões preliminares | 61 |
| 5.1 | O choque macrista e seu relaxamento | 65 |
| 5.2. | Evidenciam-se as vulnerabilidades externas | 68 |
| 5.3. | A escalada inflacionária | 71 |
| 5.4. | Conclusões preliminares | 75 |
| 6. | Considerações Finais | 77 |
| 7. | Bibliografia | 80 |

1. Introdução

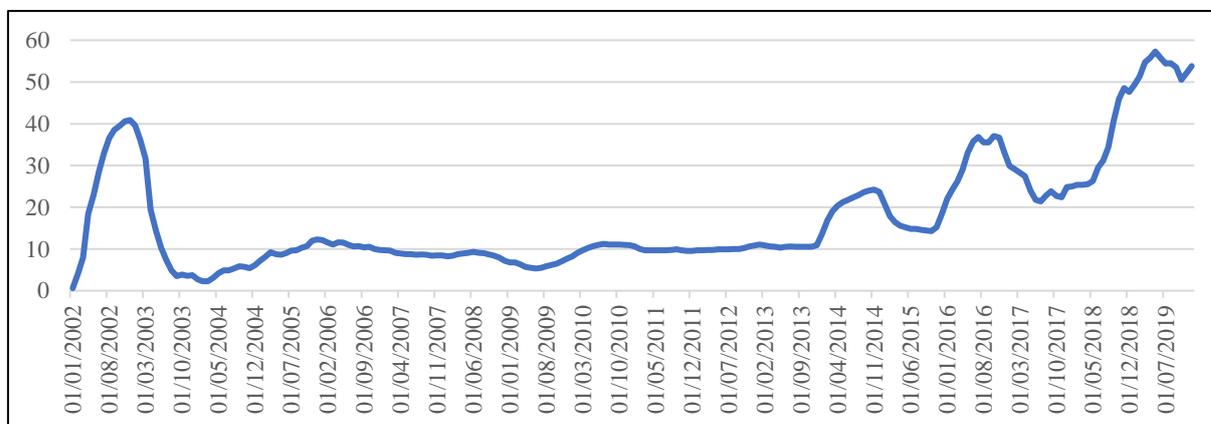
Na esteira da crise da pandemia do Covid-19 e da Guerra da Ucrânia, a economia mundial vivenciou o aumento do nível geral de preços, isto é, da inflação. Isto, por sua vez, fez retornar ao espaço público e acadêmico um debate mais intenso sobre suas origens e sua dinâmica, incluindo nos países centrais.

Apesar de tal debate ser antigo, consolidou-se na ortodoxia econômica, a partir de meados da década de 1990 (nos moldes do Novo Consenso Macroeconômico), a noção da inflação como uma consequência de uma economia superaquecida, ou mesmo como um fenômeno essencialmente monetário, que são categorizados na literatura como “inflação de demanda” (WILLCOX, 2001, p.19).

Entretanto, a constatação de vários choques do lado da oferta, relacionados à interrupção das cadeias produtivas na pandemia (e sua lenta normalização), aos choques de *commodities* oriundos da guerra russo-ucraniana e à valorização das moedas dos países centrais, deram maior notoriedade no debate público a outras interpretações da inflação, frequentemente enquadradas como “inflação de custos” (WILLCOX, 2001, pp.20-21). Entretanto, é importante ressaltar que várias dessas reflexões são antigas e permaneceram explicando processos inflacionários.

Diante deste cenário, é importante que se resgatem essas reflexões, inclusive para compreender processos inflacionários ocorridos neste período em que a inflação de demanda passou a ser a explicação dominante do *mainstream*. Nesse sentido, é importante analisar o caso sobre a Argentina, que conviveu com altas taxas de inflação em muitos anos de sua história. Este fenômeno, ao longo das duas primeiras décadas deste século, pode ser ilustrado no seguinte gráfico:

Gráfico 1.1 - Inflação anualizada na Argentina entre 2002 e 2019.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCRA.

Não apenas neste recorte, mas ao longo da história argentina, a inflação é interpretada predominantemente como fruto de “populismo”, ou seja, da discricionariedade na política econômica, especialmente a ausência de disciplina fiscal (STURZENEGGER, 2019; PESSÔA, 2019), pouco se atentando a fatores de ordem estrutural e externa (que por sua vez guardam relação entre si), conforme ressaltados por economistas ligados à Comissão Econômica para a América Latina e Caribe (CEPAL) e à corrente pós-keynesiana (BASTIAN & SETTERFIELD, 2020, pp.1272-1273).

A abordagem da CEPAL busca explicar processos inflacionários em regiões periféricas, especialmente na América Latina, a partir de fatores estruturais, principalmente ligados à estrutura produtiva. Por sua vez, os pós-keynesianos também trazem importantes contribuições nesse sentido, ainda que busquem dar um caráter mais universalizante à inflação. Além de compartilhar características com os países da região, a Argentina possui peculiaridades que lhe fazem ser bem enquadradas nas abordagens mencionadas, e que evidenciam como fenômenos externos são de suma importância para explicar a inflação na periferia.

Assim, este trabalho busca avaliar até que ponto as teorias não pertencentes ao *mainstream* sobre a inflação explicam a experiência argentina entre 2002 e 2019, e verificar como fatores relacionados à estrutura produtiva e a choques externos impactam na dinâmica inflacionária. Para isso, será feita uma análise histórica, baseada em uma revisão bibliográfica sobre a economia argentina no período citado. Metodologicamente, será exposta uma apresentação geral e crítica da economia argentina, tratando de temas relacionados às políticas econômicas e à dinâmica de crescimento, e como esses elementos impactaram diretamente na dinâmica da inflação.

O período de 2003 a 2019 foi escolhido, pois ele cobre três ciclos presidenciais, em que as questões estruturais e os choques externos se manifestaram e foram encarados de maneira diferente.

De 2003 a 2007, sob a presidência de Néstor Kirchner, o país escapava de uma profunda crise e ganhava aos poucos maior autonomia para realizar política econômica, mas ainda estava sujeito a vivenciar inflação oriundos de choques externos. Entre 2007 e 2015, sob dois mandatos de Cristina Fernández Kirchner (CFK), o país passou por diferentes estágios e viu a restrição externa aumentar gradativamente, tornando o país ainda mais sensível às circunstâncias externas.

Já de 2015 a 2019, foi o mandato de Mauricio Macri, que possuía um programa econômico que convergia com as ideias convencionais sobre o processo inflacionário. Nele,

negligenciaram-se as questões externas e estruturais da inflação argentina. Por conseguinte, fez-se um diagnóstico equivocado do problema, aprofundou-se a vulnerabilidade externa do país, e a inflação acelerou. Nesse sentido, o contraste das gestões kirchneristas com a de Macri, pode reforçar a visualização das questões postas pela heterodoxia sobre a inflação.

Espera-se que a partir deste trabalho, possa-se expandir o debate sobre a inflação, para além das abordagens mais convencionais, e que se possa perceber que não só há diferenças econômicas entre países centrais e periféricos, mas também dentro de cada conjunto de países há diversas peculiaridades em cada um dos integrantes. Devido a essa gama de diversidades, entende-se que a análise histórica é a mais adequada, na medida em que ela se afasta de abordagens que se pretendem universalizantes.

Tal análise consistirá em uma revisão bibliográfica, em que serão discutidas tanto como a teoria econômica explica(va) a inflação, quanto as consequências das políticas econômicas para a inflação entre 2002 e 2019 na Argentina.

Além desta introdução, este trabalho conta com mais outros cinco capítulos. O capítulo 2 trata do referencial teórico, o qual apresenta uma breve história das principais teorias da inflação que se julga pertinente abordar neste trabalho. Assim, é apresentada a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), que é o principal pilar da ortodoxia para a explicação da inflação. Mesmo que algumas de suas hipóteses tenham sido superadas, suas conclusões permanecem influentes, e será brevemente abordada essa discussão. Além disso, são expostas as ideias heterodoxas relacionadas ao pensamento da CEPAL e da corrente pós-keynesiana, aos quais este trabalho julga de maior valia para a explicação da inflação na Argentina entre 2002 e 2019. Após esta exposição, torna-se mais propício um diálogo dos eventos argentinos com a teoria econômica.

O capítulo 3 é onde será abordada a inflação no governo Néstor Kirchner que começa em 2003. Inicialmente, é feita uma contextualização da economia argentina entre o ano de 1990 e de 2002, o qual marca o período da Conversibilidade e sua posterior derrocada. Como será argumentado, este período condiciona as políticas econômicas a serem adotadas no governo de Néstor Kirchner, e devido a isso, faz-se necessária sua contextualização. Após essa introdução, serão apresentadas as principais políticas que permitem entender a dinâmica de crescimento econômico e da inflação. Depois desse entendimento, será debatido como a dinâmica inflacionária se desenvolveu, através das políticas econômicas adotadas, seguida de uma conclusão acerca do que foi exposto no capítulo.

Os capítulos 4 e 5 terão uma estrutura similar ao capítulo 3, porém dedicados aos governos de Cristina Kirchner e Mauricio Macri, respectivamente. Eles conterão uma exposição das políticas econômicas adotadas, ao qual se seguirá uma discussão sobre a dinâmica da inflação, e em seguida, uma conclusão do capítulo. Portanto, a única diferença da estrutura dos capítulos 4 e 5 para o capítulo 3 é que eles não contêm uma contextualização histórica do período prévio.

Por fim, o capítulo 6 será as considerações finais, a fim de consolidar algumas das ideias contidas nas conclusões dos capítulos 3, 4 e 5. Espera-se que a partir disso, possa se avançar nos debates sobre as causas da inflação na Argentina na história recente, e dar contribuições para eventuais processos inflacionários neste país para períodos posteriores.

2. Referencial Teórico

Este capítulo busca mostrar alguns dos principais tópicos sobre as causas da inflação. Para isso, são apresentadas a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), o principal pilar para a compreensão ortodoxa da inflação (ainda que alguns de seus pressupostos atualmente tenham sido superados pelo *mainstream*), e críticas da heterodoxia em relação a ela.

Adianta-se que este trabalho não tem a TQM como principal referência para a explicação do processo inflacionário argentino no início do século XXI. Diante disso, serão introduzidas explicações heterodoxas, em que se destacam a análise estruturalista e pós-keynesiana. No caso desta última, serão apresentadas suas ideias gerais, sem se recorrer às formulações matemáticas mais sofisticadas, já que o objetivo do trabalho é analisar, historicamente, a inflação recente na Argentina com base nestas interpretações mais amplas. Tendo como base este capítulo, será possível discutir com mais profundidade o objeto principal deste trabalho, e entender como elas influenciaram os *policy makers* argentinos.

2.1. A Teoria Quantitativa da Moeda e seus antecedentes

A noção da inflação como um fenômeno característico de superaquecimento da economia, provocada por uma demanda excessiva, acima de um valor “natural”, remonta a ideias que relacionam a oferta monetária ao aumento do nível de preços. Ainda no século XVI, Jean Bodin já alegava que o aumento da inflação na França nesse período se devia à maior disponibilidade de ouro no país (SIMONSEN, 1983, p.21) e no século seguinte, David Hume, no ensaio *Of Money*, analisa com maior atenção as relações entre variáveis monetárias e reais da economia (CORAZZA & KREMER, 2003, p.68).

Posteriormente, no final do século XVIII e início do século XIX, no contexto das guerras entre britânicos e franceses, foi suspenso o sistema do padrão-ouro e surgiram papéis-moedas, no intuito de flexibilizar as restrições para a criação de moeda, e assim ser possível arcar com os esforços de guerra. Em 1797, o Banco da Inglaterra suspendeu o vínculo entre as notas e os metais preciosos. Após estes acontecimentos, o valor da libra (em ouro) passou a se deteriorar, e intensos debates sobre o motivo disso passaram a ocorrer, originando o que ficou conhecido na historiografia econômica como “controvérsia bullionista”, a partir do lançamento do Relatório da Comissão Ouro de 1810. O cerne deste debate persistiu por décadas, inclusive após o retorno do padrão-ouro pela Inglaterra (SICSÚ et al, 2006, p.27).

Os bullionistas acreditavam que essa desvalorização da libra era decorrente da emissão excessiva de notas sem lastro por parte do Banco da Inglaterra, enquanto os anti-bullionistas buscavam explicar o mesmo fenômeno pela queda das exportações inglesas durante o conflito, e principalmente pelo aumento de despesas externas. Como continuação da controvérsia bullionista, na década de 1820 a discussão se seguiu entre intelectuais, representando a divergência entre duas correntes de pensamento sobre questões monetárias: a *Currency School* e a *Banking School*.

A primeira guardava opiniões que já eram defendidas pelos bullionistas, e acreditavam que o aumento no nível geral de preços era resultado da emissão excessiva de notas bancárias, e que foi facilitada por uma má administração do Banco da Inglaterra e do Banco da Escócia. Na opinião da *Currency School*, admitia-se o uso de papel-moeda, mas ela deveria respeitar regras de emissão que mantivessem o estoque de meios circulantes atrelados ao estoque de ouro. Portanto, mesmo que haja papel-moeda, sua administração deve seguir regras análogas ao funcionamento de uma moeda puramente metálica (SICSÚ et al, 2006, p.28).

Já para a *Banking School*, a quantidade de meio circulante é função da demanda, que se expande em períodos de prosperidade econômica, e retrai em períodos recessivos. Portanto, os bancos deveriam manejar seus coeficientes de reserva para acomodar as demandas do mercado. Nesse sentido, esta escola considerava inócua a adoção de regras rígidas para a emissão monetária (SICSÚ et al, 2006, p.28).

Nota-se, assim, que a associação da inflação a um excesso de meio circulante na economia é uma ideia antiga. Porém, sua formalização em uma teoria econômica só ocorre na segunda metade do século XIX, a partir da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), formulada em 1885 por Simon Newcomb, porém difundida principalmente por Irving Fisher em *The Purchasing Power of Money* em 1911 (CORAZZA & KREMER, 2003, p.68).

O pilar da TQM é a Equação de Trocas, cuja versão mais antiga é representada da seguinte maneira:

$$MV = PT \tag{1}$$

Em que M é a quantidade de moeda em circulação, V é a velocidade de circulação da moeda, P é o nível de preços e T é a quantidade de transações econômicas. A equação acima é uma identidade contábil, no qual o lado esquerdo representa o total de moeda utilizado para realizar transações, enquanto o lado direito é o valor das transações em si, em termos monetários. Posteriormente, devido a dificuldades de mensuração, a Equação de Trocas foi reformulada para a seguinte equação

$$MV = Py \quad (2)$$

No qual y equivale ao PIB, e tal representação se tornou a forma mais conhecida da Equação de Trocas, e que por vezes é chamada também de Equação de Trocas de Fisher. Outra forma de enxergá-la é a “versão de Cambridge” ou sob a abordagem dos “saldos monetários”. Nela, o enfoque é na capacidade da moeda de transportar poder de compra no tempo. Assim, escreve-se da seguinte forma a Equação de Trocas nesta nova abordagem:

$$M = kPy \quad (3)$$

Onde k é a “constante marshalliana”, e algebricamente equivale ao inverso da velocidade de circulação da moeda, e desta vez M representa a quantidade demandada de moeda (SICSÚ et al, 2006, p.33). Basicamente, o que esta expressão significa é que, em média, há uma relação estável entre a quantidade de moeda que os agentes econômicos desejam reter sob saldos monetários e a renda nominal. Em breve, retornar-se-á a essa versão da Equação de Trocas, mas por ora, ela será explorada segundo a equação (2).

A partir da Equação de Trocas, os “quantitativistas” adicionam hipóteses, para de fato construir uma teoria. Uma delas é a neutralidade da moeda, isto é, a quantidade de moeda não é capaz de alterar o nível de produto (é importante ressaltar que neste momento, não se discute a neutralidade da moeda em relação a diferentes horizontes temporais como curto, médio ou longo prazo). Associada a essa hipótese, a TQM aceita como fato a Lei de Say, e por consequência (dado que haja flexibilidade de preços e salários), o produto da economia coincide com o produto de pleno emprego (SICSÚ et al, 2006, p.32).

Ademais, considera-se que a velocidade de circulação da moeda é estável (e no limite constante), sendo afetada exclusivamente por fatores institucionais; e que a oferta de moeda é definida, de maneira exógena, pela autoridade monetária, e é independente da demanda por moeda. Portanto, aliando tais hipóteses com a Equação de Trocas, conclui-se que variações na oferta de moeda tem como consequência alterações no nível geral de preços. O mecanismo de transmissão para isso é que diante de um aumento da oferta monetária, os agentes têm a impressão que possuem mais poder de compra, e por isso, aumentam seu consumo, provocando inflação.

Está implícito, a partir desse sistema construído, que há equiproporcionalidade entre moeda e preços (isto é, quando se dobra a quantidade de moeda, o nível de preços também é multiplicado por dois) e a causalidade é no sentido de M para P (afinal, a moeda é exogenamente definida pela autoridade monetária, e V e y não podem ser influenciadas por M) (SICSÚ et al, 2006, pp.33-35).

2.2. As considerações de Wicksell

No final do século XIX e início do XX, o economista sueco Knut Wicksell também elaborou trabalhos sobre a inflação, no qual há elementos que podem ser interpretados como adendos à TQM, enquanto outros podem ser encarados como rupturas. O autor concorda com a conclusão principal da TQM, mas considera que além do mecanismo de transmissão direto enfatizado pelos quantitativistas, há também um mecanismo indireto, em que a expansão monetária acarreta na queda das taxas de juros, fazendo crescer o investimento e a demanda agregada, pressionando o nível geral de preços para cima (desencadeando, assim um processo cumulativo) (SICSÚ et al, 2006, p.35).

Entretanto, no esquema wickselliano, a TQM e seus pressupostos operam normalmente apenas em um contexto de “economia de moeda pura”. Contudo, já na época em que o autor escreveu, havia criação de crédito por parte dos bancos privados (uma “economia mista de moeda-crédito”), e é isso que permite a ocorrência do processo cumulativo da inflação descrito por Wicksell. Ele defende que existe uma “taxa natural de juros”, que é aquela que iguala a poupança e investimento. Quando há expansão monetária, crescem as reservas bancárias, e por causa disso, os bancos desejariam aumentar sua oferta de empréstimos, pressionando para baixo a taxa de juros. Assim, enquanto essas taxas de juros cobradas forem menores que as taxa de juros natural, há expansão cumulativa da demanda agregada, que por sua vez pressiona a inflação (SICSÚ et al, 2006, pp.36-37).

Porém, o esquema proposto por Wicksell, como dito anteriormente, considera que os bancos não são apenas intermediadores financeiros, mas também são criadores de crédito, e não estão limitados apenas pelo seu capital próprio, podendo, assim, ofertar de maneira elástica seus empréstimos aos demandantes de crédito. Essa tese põe em xeque a hipótese da estabilidade da velocidade de circulação da moeda e da exogeneidade da oferta monetária (SICSÚ et al, 2006, pp.39-40). As críticas relacionadas à noção de “moeda endógena” serão analisadas posteriormente.

2.3. As considerações de Keynes e da Síntese Neoclássica

Algumas décadas mais tarde, Keynes fará críticas mais contundentes aos aspectos neoclássicos da economia. Não é objetivo deste trabalho desenvolver as principais críticas de Keynes a esse aparato, mas é importante ressaltar que a teoria da preferência pela liquidez e a

ideia de que a economia não tende a operar no pleno emprego contrastam com as hipóteses contidas na TQM.

Apesar disso, Keynes não diverge de uma das essências da teoria: a percepção da inflação como um fenômeno decorrente de uma demanda agregada superaquecida, originada a partir de excesso de gastos do governo. Em um linguajar contemporâneo, Keynes considera apenas fenômenos de inflação de demanda. A diferença, portanto, em relação aos neoclássicos, é que ao reconhecer que a economia não opera necessariamente no pleno emprego (e nem tende a ele), há espaço para que a expansão monetária afete o nível de produto. Este espaço é o que Keynes chama de hiato inflacionário (BASTOS MARQUES, 1987, p.12).

Outrossim, Keynes distingue duas esferas de circulação da moeda, a industrial e a financeira. A primeira é onde ocorre a compra e venda de bens e serviços, e na segunda de ativos financeiros, onde a própria moeda pode ser categorizada como tal. A partir do momento que Keynes introduz o conceito de incerteza, no qual a moeda tende a se manifestar mais como ativo financeiro e flui da esfera industrial para a financeira, a velocidade de circulação da moeda torna-se instável, pondo em xeque mais um pilar da TQM.

Em circunstâncias que Keynes chama de “armadilha da liquidez”, a expansão da oferta monetária pode inclusive fazer reduzir a velocidade de circulação da moeda. Em suma, apesar de Keynes não romper com a noção da inflação como um fenômeno de demanda, ele assume que (pensando em termos algébricos na Equação de Trocas) M pode afetar tanto P , quanto V e y , a depender das circunstâncias da economia.

Posteriormente, as ideias de Keynes serão assimiladas pelo *mainstream*, de modo a tentar aliar suas contribuições com os preceitos e a visão de mundo neoclássica, no que ficou conhecido pela história do pensamento macroeconômico como Síntese Neoclássica. Resumidamente esta corrente entendia a teoria keynesiana como restrita a circunstâncias econômicas particulares tais como a situação de armadilha da liquidez, presença de rigidez de preços e salários ou quando o investimento é insensível à taxa de juros. Portanto, na visão da Síntese Neoclássica retira-se o caráter de “Teoria Geral” do arcabouço keynesiano (BUSATO & PINTO, 2008, p.116).

Nesse sentido, cabe destacar que uma das principais ferramentas para entender a inflação do ponto de vista ortodoxo é fruto desse movimento: a Curva de Phillips. Esta curva foi elaborada primeiramente e de maneira empírica por Phillips, o qual se baseou em um conjunto de dados do Reino Unido entre 1861 e 1957, que constatava um *trade-off* entre taxa de desemprego e variação dos salários nominais. Com o passar do tempo, e com o

desenvolvimento de novos trabalhos, popularizou-se a Curva de Phillips teórica como uma relação inversa entre taxa de desemprego e inflação. Assim, os *policy-makers* tinham a noção que em seus modelos econômicos, dever-se-ia escolher uma taxa de inflação e aceitar uma determinada taxa de desemprego (ou vice-versa), como uma escolha de menu.

Como será observado adiante, a Curva de Phillips foi modificada a partir dos trabalhos de Milton Friedman¹, e fará parte da interpretação ortodoxa dominante atual sobre a inflação.

2.4. Considerações de Friedman

Após décadas de predominância das ideias keynesianas no *mainstream* econômico, a TQM entrou em descrédito, até reencontrar prestígio com a emergência da escola monetarista e do seu principal economista, Milton Friedman. Este retoma a versão de Cambridge da TQM (equação (3)), e com isso, volta a interpretá-la como uma teoria da demanda por moeda, e seu aparato para explicar a inflação inclui uma versão particular de uma Curva de Phillips. Apesar disso, as conclusões às quais os monetaristas chegam são semelhantes às dos teóricos da TQM.

Primeiramente, Friedman parte em sua TQM da ideia de que os agentes desejam reter saldos reais, e sua demanda por moeda é proporcional à sua renda. Porém, o autor adiciona algumas inovações teóricas ao modelo de Cambridge, e o sofisticada. A primeira delas é de que para Friedman, y na equação (3) refere-se ao que ele chama de “renda permanente”, que é a renda que os agentes esperam contar por um período de longo prazo, e não imputa suas variações conjunturais (SICSÚ et al, 2006, p.81).

Porém, a principal novidade da TQM monetarista foi o detalhamento da constante marshalliana k. Essa variável (bem como a velocidade de circulação da moeda) não é observável na natureza, e a única forma de calculá-la é através da própria Equação de Trocas, dado M, P e y. Contudo, Friedman considera que é possível estimar um valor razoável para k por meio de uma regressão linear, portanto, de maneira independente da Equação de Trocas.

Uma vez que o significado econômico de k é o custo de oportunidade de manter saldos monetários em detrimento de outros ativos que possam auferir rendimentos, Friedman postula que a constante marshalliana é uma função cujas variáveis incluem rendimentos de diferentes tipos de ativos (como rendimentos de ativos de renda fixa e variável, de bens de capital, etc) e

¹ Na mesma época do trabalho pioneiro de Friedman, outro economista, Edmund Phelps, chegou essencialmente aos mesmos resultados. Em função disso, alguns autores se atribuem estes desenvolvimentos a Friedman-Phelps.

também das expectativas de inflação. Nota-se que quanto maiores são essas variáveis, menos os agentes estariam dispostos a guardar sua riqueza na forma de moeda, ou seja, k seria uma função negativa dessas grandezas (CORAZZA & KREMER, 2003, pp.80-81).

Diante dessa reconfiguração da TQM, são necessárias outras ferramentas para entender a compreensão do monetarismo em relação à inflação. O primeiro deles é o conceito de “taxa natural de desemprego”, um conceito legado pelo próprio Friedman, e que não se encontrava na corrente monetarista convencional. Ela é determinada por fatores estruturais como tecnologia, instituições do mercado de trabalho, características ligadas a informações, etc. São apenas alterações em fatores dessa natureza que são capazes, segundo Friedman, de alterar a taxa natural de desemprego. Somado a isso, a taxa de desemprego efetiva gravita em torno do valor natural. Uma vez alcançado esse ponto, apenas vigoram os desempregos voluntário e friccional (SICSÚ et al, 2006, pp.113-114).

Outro elemento fundamental para a explicação da inflação é sua versão da Curva de Phillips, que apresentou adaptações em relação àquela elaborada pela Síntese Neoclássica, já que diante de um quadro no qual o mundo passava tanto por aumento da inflação quanto do desemprego (estagflação), a Curva de Phillips tradicional não mais representaria a realidade, e com isso Friedman ganha maior notoriedade ao incorporar a ela as expectativas de inflação. Estas, por sua vez, são formadas tendo como base a inflação do passado. A partir da compreensão das expectativas e do conceito de taxa natural de desemprego, é possível compreender melhor os efeitos da expansão monetária no modelo monetarista.

Na concepção de Friedman, a economia encontra-se em equilíbrio quando a taxa de desemprego efetiva é igual à natural. Diante disso, se a autoridade monetária (que no modelo monetarista, tem pleno controle sobre a oferta de meios circulantes da economia) resolve expandir os meios de pagamento no estado de equilíbrio, buscando ampliar a renda e o emprego, ela poderia alcançar estes resultados no curto prazo, mas em um horizonte de tempo mais longo, a economia voltaria ao ponto de equilíbrio anterior, mas com um nível maior de inflação.

Isso se dá porque os empresários podem oferecer maiores salários nominais e contratar mais mão-de-obra. Assim, trabalhadores que estavam voluntariamente fora do mercado de trabalho, ingressam nele. Neste momento, estes consumirão mais pois percebem ganhos reais de renda. Entretanto, com o passar do tempo, os preços serão reajustados em virtude da elevação da demanda, até que os salários reais voltem ao patamar da situação de equilíbrio. Quando os trabalhadores perceberem que os salários reais voltaram às condições iniciais, estes se

retirariam do mercado de trabalho, e a taxa natural de desemprego voltaria a vigorar (SICSÚ et al, 2006, pp.115-116).

Este período no qual os trabalhadores estão momentaneamente iludidos em relação ao seu poder de compra foi chamado por Friedman de “ilusão monetária”. O teórico argumenta que para sustentar por bastante tempo taxas de desemprego inferiores à taxa natural é necessário que o Banco Central continuamente “iluda” os agentes, e conseqüentemente, seria desencadeada uma aceleração inflacionária contínua. Portanto, percebe-se que para o longo prazo, não há relação inversa entre inflação e desemprego, sendo a Curva de Phillips monetarista uma linha vertical sobre a taxa natural de desemprego, e que o *trade-off* só pode ser explorado no curto prazo, onde há erros de expectativa (BASTOS, 2002, p.19).

Visto que isso não seria desejável, Friedman defende maior vigilância sobre a política monetária. Dado esse problema, e o fato de haver defasagem de tempo entre o momento da execução e dos efeitos da política monetária, atuações anticíclicas poderiam amplificar os ciclos econômicos, ao invés de suavizá-los. Logo, Friedman prescreve que os Bancos Centrais tenham metas pré-anunciadas de expansão da oferta monetária, que sejam suficientes para acompanhar o crescimento econômico, e que não tenha muita volatilidade (CORAZZA & KREMER, 2003, pp.82-83).

2.5. As considerações do Novo Consenso Macroeconômico

O Novo Consenso Macroeconômico (NCM) é a busca de um arcabouço que sintetize as principais contribuições de diferentes escolas pertencentes à ortodoxia a fim de constituir um claro entendimento sobre as principais questões que concernem à macroeconomia. Entre tais contribuições encontra-se a Curva de Phillips aceleracionista, legada pela escola monetarista. Além disso, encontram-se neste aparato a microfundamentação e a formação de expectativas racionais (provenientes da escola novo clássica) e os conceitos de rigidez de preços e da *Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment* (NAIRU, ambas contribuições dos novos keynesianos) (BARROS; BASTIAN; BASTOS, 2020, pp.195-196).

Não é do escopo deste trabalho uma análise minuciosa das escolas novo clássica e novo keynesiana, mas para compreender o entendimento do NCM sobre a inflação, cabe destacar que a NAIRU é um conceito análogo à taxa natural de desemprego de Friedman, porém em um contexto de imperfeições nos mercados de fatores; e que as expectativas inflacionárias não seriam necessariamente formadas a partir da inflação do passado, e sim, a partir de funções de

probabilidades derivadas das informações que os agentes possuem, baseado no conceito de expectativas racionais formulados originalmente por John Muth nos anos 1960.

Outro conceito caro ao NCM, e que tem precedência na teoria neoclássica é o de produto potencial, que é determinado pelo lado da oferta, tanto pela dotação de fatores de produção quanto pelas condições tecnológicas e o conseqüente nível de produtividade. Dentro deste conceito, pressupõe-se a existência de substituição de fatores e técnicas de produção, porém em um mercado de fatores imperfeitos (BARROS; BASTIAN; BASTOS, 2020, p.196).

Reunindo essas ferramentas, o NCM passa a admitir modelos em que a Curva de Phillips seja mais simples (nos moldes da monetarista) ou com formulações mais complexas para o termo das expectativas de inflação e seu respectivo parâmetro. Outrossim, a ideia da política monetária baseada em regras é refinada com a adição da noção de credibilidade da autoridade monetária (a fim de tornar mais eficiente o combate à inflação), que por sua vez se relaciona com a reivindicação por um Banco Central independente.

Assim, uma versão simplificada da Curva de Phillips do NCM (sem maiores complexidades para a formação de expectativas) e que se encontram em trabalhos como Gordon (1997) e Taylor (2000) é a seguinte:

$$\pi_t = a\pi_{t-1} + b(Y - Y^*) + c \quad (4)$$

Em que π_t é a taxa de inflação, π_{t-1} é a taxa de inflação do período anterior, a é o parâmetro associado à inércia inflacionária e formação de expectativas, $(Y - Y^*)$ é hiato do produto (isto é, o desvio do produto efetivo da economia do produto potencial), b é a sensibilidade da inflação ao hiato do produto e c é o componente relacionado a choques de oferta. A partir desta equação, pode-se perceber a razão pela qual a Curva de Phillips do NCM é chamada de triangular: ela pode ser afetada pela inércia inflacionária, pelo excesso de demanda ou por choques de oferta.

Apesar da sugestão da possibilidade de haver diferentes origens para a inflação, o instrumento de controle da inflação por parte da autoridade monetária enfatiza o lado da demanda (isto é, o segundo termo do lado direito da equação (4)). Retornar-se-á a essa discussão na seção 2.8 e 2.9.

2.6. O debate sobre a hiperinflação alemã da década de 1920

Algumas décadas após o debate entre a *Currency School* e a *Banking School*, as ideias de fatores e choques externos influenciarem a dinâmica inflacionária ressuscitaram quando se

buscou interpretar a hiperinflação alemã da década de 1920. Neste novo debate, opunham-se, no que ficou conhecido na literatura anglófona, os “*English-Quantitative*” e os “*German Qualitative*”. Os primeiros representavam a versão mais convencional e eram congruentes com a TQM, no qual se destacava o economista italiano Bresciani-Turroni e outros economistas estrangeiros convocados pelo governo alemão para propor programas de estabilização em outubro de 1922.

Basicamente, essa corrente defendia que a inflação era derivada dos déficits fiscais que a Alemanha incorreu nesse período, e eram correspondidas com impressão monetária. Para corrigir esse problema, prescreviam-se a eliminação dos déficits fiscais (com diminuição dos gastos e aumento de impostos) e mecanismos institucionais que impedissem o financiamento direto da autoridade monetária pelo Tesouro. (BASTOS, 2002, p.53).

Por outro lado, a corrente *German Qualitative* apontava que a inflação era fruto de desequilíbrios no Balanço de Pagamentos, e era a versão entoada por muitos alemães, incluindo membros do *Reichsbank* e do Tesouro e outros policy makers. Eles acusavam a depreciação do marco alemão como a principal causa da inflação, e esta era causada pelos crescentes déficits em conta corrente (em virtude do excesso de importações sobre exportações e das indenizações de guerra que produziam uma grande saída de rendas do país). Além disso, interpretavam que a impressão monetária era a consequência da inflação e da escassez de divisas, uma vez que o governo recorria a esse expediente para honrar pagamentos externos (BRESCIANI-TURRONI, 1953, pp.42-43).

Entretanto, esse entendimento baseado na desvalorização cambial não possuía mecanismos de propagação da inflação, algo que veio a aparecer em interpretações posteriores, como nos escritos de Joan Robinson sobre o tema. A autora publicou uma resenha do livro de Turroni, o qual converge com a interpretação do *German Qualitative*, e ressalta que em meio à aceleração inflacionária de 1920 a 1922, houve também redução do déficit público, e só a partir de 1923, passou a haver aumento da mesma medida (BASTOS, 2002, p.59).

Como rapidamente mencionado no parágrafo anterior, Robinson adicionou mecanismos de propagação à sua interpretação. Diante do aumento do custo de vida provocado pela desvalorização do marco, ela argumenta que isso levou os trabalhadores a reivindicarem maiores salários para recuperá-los em termos reais, e isso anulava os efeitos da depreciação cambial sobre o balanço de pagamentos (ROBINSON, 1938, 510).

Dessa forma, está implícito no esquema proposto por Robinson que os trabalhadores alemães, nesse contexto histórico, possuíam alto poder de barganha e constantemente obtinham

sucesso na reivindicação de maiores salários após as desvalorizações cambiais. Essa dinâmica, portanto, criava uma espiral câmbio-salário-preço, e era o principal propagador da inflação. Ademais, esta mesma explicação pré-anunciava os futuros modelos de inflação por conflito distributivo, que são muito presentes na corrente pós-keynesiana e estruturalista.

2.7. Considerações do Estruturalismo

A Comissão Econômica para a América Latina (CEPAL) foi fundada em 1948 como uma comissão regional das Organização das Nações Unidas (ONU) que buscava contribuir intelectualmente com a produção de ideias a respeito do desenvolvimento econômico da região e para criar esforços para sua integração econômica (CEPAL, SITE OFICIAL). As ideias gestadas na comissão darão origem ao que alguns autores chamam de Escola Estruturalista Latino-Americana (EELA), ou simplesmente “estruturalistas”, que vai abranger, inclusive, autores além da CEPAL.

Suas ideias rompiam com a ortodoxia neoclássica, e tentavam explicar o atraso econômico da região a partir de fatores “estruturais”, isto é, relativos principalmente à estrutura produtiva dos países (embora outros tipos de fatores estruturais sejam mencionados). Nesse sentido, os escritos de Raúl Prebisch (1950), sobre a “tendência à deterioração dos termos de troca” foi um dos principais legados intelectuais da CEPAL. Basicamente, isso significava que na medida que os países da Periferia se especializam na produção e exportação de *commodities* e os países do Centro voltam-se aos produtos manufaturados, geram-se entraves ao desenvolvimento dos países periféricos ao longo da realização do comércio baseado nessa configuração (RODRIGUEZ, 2009, p.131).

Isso porque, a elasticidade-renda das importações entre Centro e Periferia são diferentes. Quando a renda de um país cresce, de acordo com Prebisch, as importações de manufaturados tendem a crescer mais que a importação de *commodities*. Assim, neste modelo, os países da periferia encontrariam maiores dificuldades de financiar suas importações ao longo do tempo, ainda mais considerando que *commodities* são produtos que incorporam menos valor agregado, tecnologia e ganhos de produtividade. Esse esquema analítico é um dos motivos para que a CEPAL proponha programas de substituição de importações e de industrialização para superar o atraso econômico da América Latina.

Este conhecido modelo busca explicar os solavancos ao crescimento/desenvolvimento dos países latino-americanos, mas também guarda implicações para os processos inflacionários.

Analogamente, os estruturalistas buscarão na estrutura produtiva a raiz para a inflação alta e crônica que a América Latina presenciava nas décadas de 1950 e 1960.

De acordo com Rodriguez (2009), os estruturalistas interpretam a inflação como um fenômeno que tem origem no setor real da economia (apresenta-se, assim, um claro contraste com as interpretações ortodoxas), onde encontram-se desequilíbrios vindos do campo externo e do setor agrícola (p.170), que eram amplificados devido a mecanismos de propagação da inflação.

Os desequilíbrios externos ressaltados pelos estruturalistas partem do mesmo diagnóstico da teoria *prebischiana* da deterioração dos termos de troca, adicionando a volatilidade das exportações, do preço das commodities e dos termos de troca dos países periféricos. Isso tem como consequência a necessidade de desvalorização cambial para contornar as crises de balanço de pagamentos. Esta desvalorização cambial, por sua vez, encarece produtos importados, insumos (custos de produção) e pode diminuir a oferta doméstica de bens-salários, pressionando a inflação (BASTIAN & SETTERFIELD, 2020, p.1275).

Além disso, ao longo do processo de industrialização e urbanização que os países latino-americanos estavam passando, geravam-se altas e rápidas taxas de crescimento, que se configuravam como um “crescimento desequilibrado”. Embora isso possa trazer benefícios em termos de incentivos a novas atividades que contribuam para o aumento da complexidade econômica, os desequilíbrios setoriais podem produzir gargalos e aumentos em custos de produção, acarretando inflação de custos (portanto, abaixo do ponto de pleno emprego dos fatores) (BASTOS, 2002, pp.78-79).

O principal desses desequilíbrios setoriais que ocorreram nas economias latino-americanas que a CEPAL aborda, como mencionado anteriormente, são os gargalos no setor agrícola. Embora se reconheça que haja especificidades que variam entre os diferentes países, considera-se que a estrutura agrária na região é concentrada, onde a agricultura de exportação possui maior produtividade e ocupa terras mais férteis, enquanto a agricultura familiar, responsáveis por terras menos produtivas e que possui técnicas de produção mais arcaicas, responde pela maior parte da oferta doméstica de alimentos (RODRIGUEZ, 2009, pp.174-177).

À medida que os países latino-americanos se industrializavam, menos mão-de-obra estava presente na agricultura familiar, e a demanda por alimentos crescia em virtude do aumento da natalidade e das necessidades alimentares que a urbanização exigia, acarretando

inflação de alimentos, que possuíam um peso grande na cesta de consumo da maior parte da população (BASTOS, 2002, p.80).

Esses mecanismos no setor agrícola, bem como os choques externos citados anteriormente, estão sujeitos a mecanismos de propagação, que são capazes de tornar permanentes os efeitos de choques que são, a princípio, temporários. Isso pode ocorrer devido ao conflito distributivo, isto é, a perda de poder aquisitivo decorrente dos choques pode levar com que sindicatos (partindo do pressuposto que estes sejam bem articulados e que tenham grande poder de barganha) lutem pela recuperação do salário real, elevando os custos de produção e reduzindo as margens de lucro dos empresários.

Estes por sua vez, podem repassar esse aumento de custos para os preços, e assim gera-se uma espiral inflacionária, que pode se perpetuar autonomamente, ou ser reforçada por novos choques externos (ROBINSON, 1938, p.510).

Outro mecanismo de propagação é a questão da indexação. Uma análise pioneira sobre este assunto foi desenvolvida pelo economista cubano Felipe Pazos (1969), que pertencia à tradição estruturalista, mesmo sem nunca ter trabalhado para a CEPAL. Em seus trabalhos, ele reconhece o papel da estrutura produtiva e das crises cambiais como fontes inflacionárias. Assim, Pazos argumenta que a partir de um certo momento, a inflação alcança um patamar que obriga os agentes a exigirem indexações de contratos e salários, para evitar perdas do poder de compra.

Dessa forma, choques externos podem ter efeitos permanentes na economia, uma vez que inflações, que poderiam ser momentâneas, incidem sobre os contratos, são levadas em consideração nos novos valores acordados, e assim, os mecanismos de mercado não são mais capazes de levar o nível de preços aos patamares anteriores. Dado que, naturalmente há assincronia entre os reajustes de preços e salários de diversas categorias e setores, a inflação facilmente torna-se descontrolada e passa a ganhar uma dinâmica própria (PAZOS, 1969, pp.108-109), sendo conhecida como “inflação inercial”². O autor considera que isso foi um dos responsáveis pela longa duração da inflação latino-americana nas décadas de 1950-60, que a coloca em um grau intermediário entre a inflação baixa e a hiperinflação (PAZOS, 1969, pp.20-21).

É importante ressaltar que em suas análises, Pazos também resalta o conflito distributivo (afinal, a indexação pode ser interpretada como uma de suas dimensões em

² O termo “Inflação Inercial” não foi utilizado por Pazos (1969), surgindo apenas posteriormente no debate sobre o tema.

contextos de alta inflação). Ademais, o autor (assim como os economistas da CEPAL), embora traga essa abordagem diferente do *mainstream*, não desconsidera a “inflação de demanda”. Eles assumem que déficits fiscais (que podem aparecer devido aos programas de industrialização) são possíveis fontes de excesso de demanda na economia. Entretanto, os economistas da CEPAL tendem a dar maior centralidade aos fatores estruturais, enquanto Pazos considera que em inflações cronicamente altas, não se devem exclusivamente à demanda ou aos custos (PAZOS, 1969, pp.107-108).

2.8. Teoria da Moeda Endógena e Inflação

Como visto anteriormente, a hipótese da moeda exógena é um dos pressupostos que tradicionalmente a TQM se apoiou para inferir que o aumento da oferta monetária leva ao aumento do nível de preços. Esta hipótese significa que o estoque de moeda da economia é definido de forma independente da produção (LUCCHI, 2011, p.16).

Porém, economistas da tradição pós-keynesiana, como Kaldor (1982) e Moore (1988), passaram a criticar severamente esta hipótese, identificando que há também criação de moeda-crédito na economia (também chamada de *inside money*), feita por bancos privados, e que esta acontecia em função da demanda por crédito (MOORE, 1988, p.45-46). Esta nova interpretação torna pouco proveitosa a representação gráfica de funções de demanda por moeda e oferta monetária independentes entre si, e esta corrente entende a oferta monetária como resultado da demanda por moeda a uma dada taxa de juros (BASTOS, 2002, p.27).

Essa constatação é importante pois ajuda a esclarecer que a oferta monetária não está disponível *ad infinitum*, já que nesta visão, o Banco Central define unilateralmente a taxa de juros, de acordo com seus objetivos de política econômica, e a oferta monetária possui uma relação negativa com a taxa básica de juros (BASTOS, 2002, p.28-29). Dentro dessa perspectiva, uma vez que a demanda por moeda determina a oferta monetária, não tem como haver “excesso de demanda”, e, portanto, a inflação seria um fenômeno de custos.

Porém, é importante ressaltar que a ortodoxia também tece considerações sobre a endogenia da moeda. Vale lembrar, por exemplo, que Wicksell possuía conclusões parecidas com a TQM mesmo adicionando à sua teoria a existência de bancos que ofertam moeda-crédito. Isso era possível graças ao mecanismo de transmissão citado na seção 2.3. Pode-se assim dizer, que Wicksell já antecipava o argumento da moeda endógena, mesmo que não tenha caminhado aos mesmos diagnósticos e conclusões dos pós-keynesianos.

Ademais, vale ressaltar que membros da ortodoxia, em especial os monetaristas, reconheciam a existência de moeda-crédito criada pelos bancos privados, mas ainda assim achavam que era possível controlá-las, e com isso não se rompia com a hipótese da exogeneidade da moeda. Esta corrente enunciava que a autoridade monetária controla diretamente a base monetária e indiretamente a moeda criada pelos bancos ao manipular as alíquotas para reservas compulsórias, já que ela está negativamente relacionada ao multiplicador monetário, que por sua vez é considerado estável pelos monetaristas (LUCCHI, 2011, p.17-19).

Esta estabilidade, porém, é posta em xeque. Tobin (1971) argumenta que ela depende das decisões de portfólio dos agentes (tanto dos bancos quanto dos indivíduos), algo que pode ser muito instável em circunstâncias de incerteza econômica (LUCCHI, 2011, p.25).

Ademais, este esquema monetarista enuncia que a base monetária é criada pela autoridade monetária, que por sua vez é submetida ao multiplicador monetário quando este se converte em depósitos à vista. Entretanto, os críticos da moeda exógena argumentam que os bancos outorgam o crédito, e depois captam depósitos, seja através de seus clientes ou no mercado interbancário. Neste esquema, são os créditos que criam os novos depósitos à vista (LUCCHI, 2011, p.25).

Por outro lado, é aceito na ortodoxia (desde meados da década de 1990, no marco do Novo Consenso Macroeconômico) que, diante das crescentes inovações financeiras e de fracassos das metas de política monetária, a velocidade de circulação da moeda não é estável. Por causa disso, o controle de agregados monetários se torna mais difícil (uma das evidências do caráter endógeno da moeda).

Diante disso, a política monetária deixou de estabelecer metas para agregados, e passou a explicitamente controlar a taxa de juros para combater a inflação. Este é o pilar dos regimes de metas de inflação, que se baseiam na adoção da regra de Taylor (LUCCHI, 2011, p.59), que pode ser representada da seguinte maneira:

$$i_t = \pi_t + g(y_t - y^*) + h(\pi_t - \pi^*) + r^f \quad (4)$$

Em que i_t é a taxa de juros nominal de curto prazo, π_t é a taxa de inflação, $(y_t - y^*)$ é o hiato do produto, $(\pi_t - \pi^*)$ é o desvio da taxa de inflação efetiva em relação à meta de inflação, r^f é a estimativa da taxa real de juros de equilíbrio da economia, e g e h são parâmetros positivos que se referem às sensibilidades das taxa de juros em relação ao hiato do produto e do desvio da inflação à meta, respectivamente.

Essa regra sugere que a taxa de juros deve ser elevada quando há aumento do produto em relação ao produto potencial ou quando a taxa de inflação está superando a meta, enquanto se deve recorrer à uma política monetária expansionista nas situações inversas. O próprio John Taylor considerava que essa regra não deveria ser usada de forma mecânica, e que em casos de choques de oferta, a taxa de juros deve variar pouco e a convergência à meta de inflação deve ser buscada de maneira gradual e suave (SICSÚ et al, 2006, p.175). Apesar disso, é comum que Bancos Centrais desconsiderem essa advertência.

2.9. Conclusões preliminares

Em suma, é possível resumir que a ortodoxia enfatiza o aumento do nível de preços como “inflação de demanda”, enquanto a heterodoxia enfatiza como um fenômeno majoritariamente ligado à dimensão da oferta, em especial, como “inflação de custos”. Nota-se o emprego do termo “enfatiza”.

Evidentemente, a ortodoxia não nega os efeitos que choques externos têm sobre a inflação. Estes autores apenas consideram que elas são temporárias, e assim, não provocam efeitos permanentes (a não ser que haja indexação disseminada na economia, o que é combatido pela ortodoxia). Ademais, acrescentam que a eventual permanência dos efeitos destes choques externos pode ser resultado de uma política monetária expansionista que acomodou os choques externos. Sendo assim, em última instância, a inflação continua sendo um fenômeno de demanda para essa corrente teórica.

Ademais, o estruturalismo reconhece que, eventualmente, déficits fiscais recorrentes, podem pressionar a inflação, enquanto alguns autores pós-keynesianos assumem a possibilidade de inflação de demanda quando a economia se aproxima do ponto de pleno emprego (embora, deva-se reconhecer que parte da mesma escola enxerga isso como uma impossibilidade).

Além disso, a heterodoxia, em geral, argumenta que a inflação de demanda é algo temporário, no qual o próprio aumento do nível de preços provocaria a queda do consumo, e assim, não haveria a persistência deste cenário. No caso deste aumento da demanda se dar através de investimento, o aumento da capacidade produtiva no período seguinte também encerrará o desequilíbrio entre oferta e demanda (WILLCOX, 2001, pp.27-28).

Deve-se ressaltar que foram apresentados os principais elementos qualitativos pós-keynesianos, que são presentes em versões embrionárias dessa teoria (como a apresentada por

Joan Robinson e pela corrente *German Qualitative*) e no próprio estruturalismo. Como ressaltado por Bastian & Setterfield (2020), estes buscaram explicar processos inflacionários específicos na história, e só contemporaneamente que a escola pós-keynesiana (e kaleckiana) reuniu estes *insights* para uma formulação teórica, com modelagem matemática, e que buscam caráter universalizante, como em Vera (2010), Charles & Marie (2016), Lavoie (2014), Bastian & Setterfield (2020) etc.

Entretanto, as conclusões destes modelos são convergentes com o que foi desenvolvido ao longo deste capítulo: choques externos como gatilhos para processos inflacionários, e que podem ser propagados no tempo por meio do conflito distributivo ou pela indexação.

Este resultado é obtido por meio de equações que incluem a formação de preços (o qual se imputa tanto salários quanto insumos importados e taxa de câmbio), nível desejado de salário pelos trabalhadores e capitalistas (onde se imputa um coeficiente que mede a força de um sindicato), taxa de inflação relacionadas aos aumentos de salários, etc. Diante deste aparato, medidas de combate à inflação prescrevem políticas que evitem a volatilidade da taxa de câmbio, estímulo à diversificação da estrutura produtiva, adoção de um Estado de bem-estar social (que tenderia a reduzir os conflitos distributivos), etc (BASTIAN & SETTERFIELD, 2020, pp.1287-1291).

Todavia, opta-se por não os detalhar, e entende-se que modelos universalizantes podem deixar brechas para a explicação da inflação argentina recente, ainda mais quando se busca fazer uma análise histórica. Assim, a partir do próximo capítulo, inicia-se esta investigação, em diálogo com as algumas das teorias já desenvolvidas neste capítulo.

3. O inconveniente da inflação no Governo Néstor Kirchner

Este capítulo inicia a análise histórico-econômica proposta na Introdução deste trabalho. Nele são apresentados os principais elementos do mandato de Néstor Kirchner (2003-2007), incluindo as políticas econômicas adotadas para contornar a recessão que o país havia ingressado, a situação externa, e o comportamento da inflação neste mesmo período.

Além disso, será feita uma contextualização do cenário encontrado após o “Plano de Conversibilidade” e a saída deste programa no breve governo de transição de Eduardo Duhalde. Opta-se por isso, pois se considera que esta situação legada durante esses governos é essencial para entender as políticas adotadas por Néstor Kirchner (NK), que por sua vez impactam no objeto deste estudo que é a inflação nos governos kirchneristas e de Maurício Macri.

3.1. O período da Conversibilidade

Em 1989, Carlos Menem foi eleito, tendo como um dos principais objetivos pôr fim à hiperinflação pela qual a Argentina passava. O presidente encarnava as ideias neoliberais, que vinha marcando maior presença nos debates públicos e na política econômica ao redor do mundo. Sendo assim, defendia uma redução do papel do Estado na economia (GERCHUNOFF & LLACH, 2003, p.421).

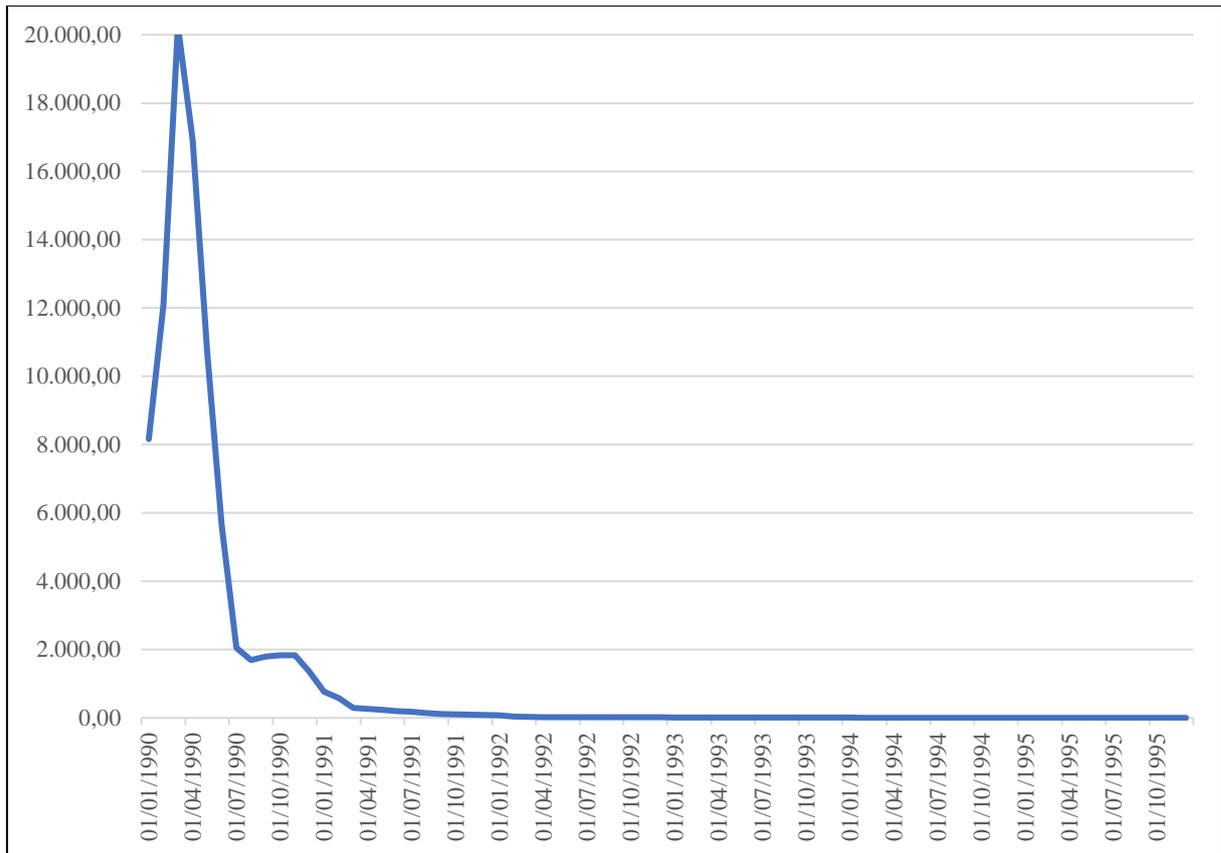
Nesse sentido, o governo já sinalizava uma abertura comercial, atacou regimes de promoção da atividade industrial e das exportações argentinas, pôs fim às preferências por produtos manufaturados nacionais nas compras públicas, e em 1990, já empreendia as primeiras privatizações do seu mandato. Apesar de já ter começado o “choque de confiança”, por meio da adoção de um programa liberal, a inflação se manteve elevada, e seu capital político se desgastava.

Assim, após a nomeação de Domingo Cavallo para o Ministério da Economia, foi lançado no início de 1991, o principal marco do programa econômico do governo Menem: a Lei da Conversibilidade. Esta estabelecia uma taxa de câmbio fixa de 1 peso argentino para 1 dólar, assegurado em lei, a fim de dar maior “credibilidade” ao plano. De acordo com Lucchi (2011), era uma versão extrema de um *Currency Board*, em que a partir do câmbio fixo, a base monetária se ajusta à variação das reservas internacionais (p.77).

Percebe-se, portanto, que este programa pressupõe que o Banco Central da República Argentina (BCRA) deve dispor de significativas quantias de reservas internacionais

(aproximadamente à base monetária, uma vez que havia exceções à regra), que seriam obtidos principalmente por meio de elevados diferenciais de juros. Além disso, está implícito que a Argentina estaria renunciando à sua política monetária e cambial, e dando severos limites à sua política fiscal. Contudo, deve-se frisar que o plano obteve sucesso no combate à inflação, conforme pode ser observado no gráfico a seguir:

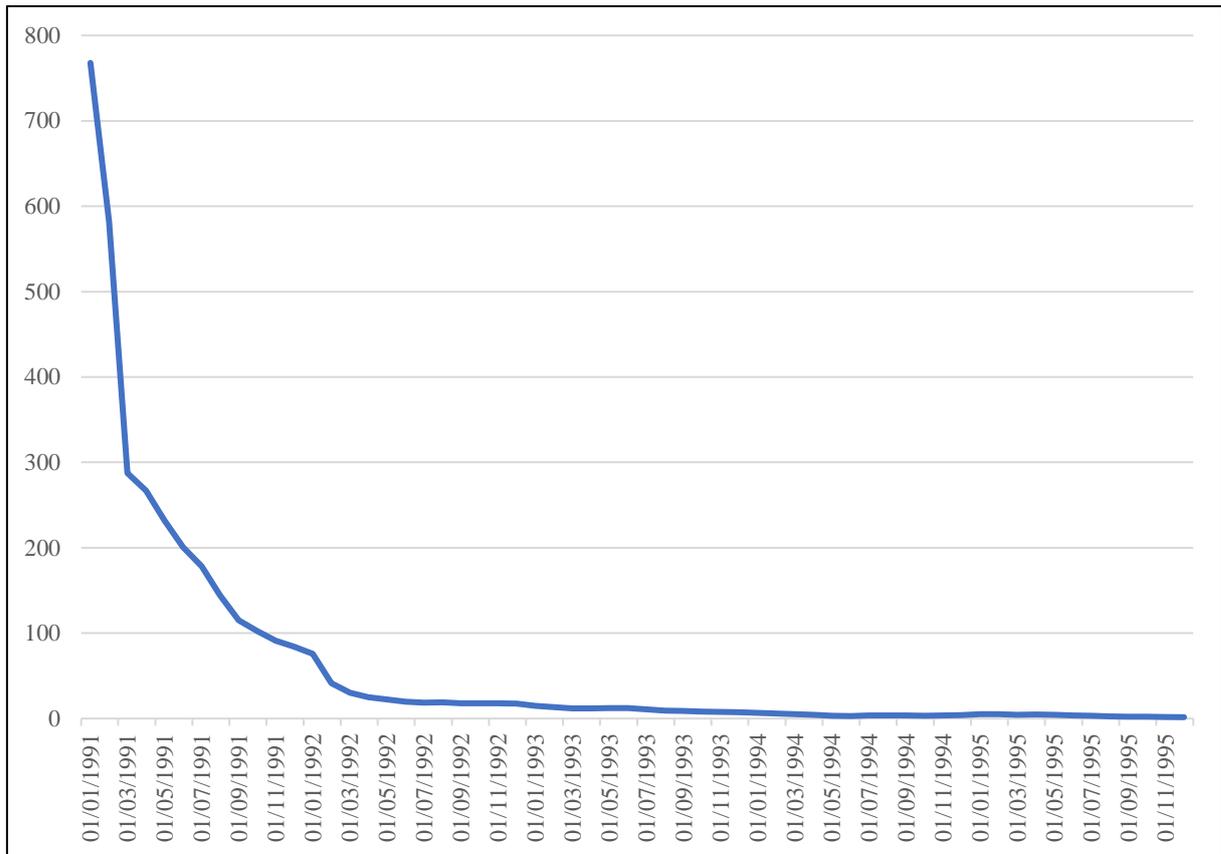
Gráfico 3.1 - Taxas de inflação anualizada na Argentina entre o início de 1990 e final de 1995



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCRA

Pode-se perceber que ainda no início do ano de 1990, quando Menem já havia assumido, houve escalada da hiperinflação, e depois queda ainda no mesmo ano (portanto, antes do início do Plano de Conversibilidade em 1991), em especial devido à reestruturação da dívida do BCRA (GERCHUNOFF & LLACH, 2003, p.430). Porém, deve-se ressaltar que o patamar elevadíssimo da inflação no início de 1990 prejudica uma melhor visualização deste gráfico, e na verdade, ainda há hiperinflação quando houve o lançamento do plano. Nesse sentido, o gráfico 3.2 torna mais clara a evolução da inflação a partir do lançamento do programa:

Gráfico 3.2 - Taxas de inflação anualizada na Argentina entre o início de 1991 e o final de 1995



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCRA

O sucesso do plano, em relação ao combate à inflação, é inegável, embora haja controvérsias em relação ao motivo para tal. De acordo com Cavallo, o plano estava em linha com as diretrizes monetaristas, em que o regime instaurado acabaria com a discricionariedade do BCRA, e com isso a oferta monetária estaria completamente controlada e seria previsível (LUCCHI, 2011, p.85).

Contudo, Lucchi (2011) aponta como principal fator para a estabilização dos preços a sobrevalorização cambial (p.82), devido não só ao barateamento dos produtos importados, mas também à forte concorrência que os setores de bens comercializáveis sofrem com as importações (SERRANO, 2003, pp.1-2).

O sucesso inicial permitiu uma elevação no consumo das classes média e alta e do investimento (principalmente por meio das importações), permitindo um crescimento econômico de 8,8% ao ano entre 1990 e 1994, tendo como contrapartida a aparição de déficits em conta corrente (que passou de um superávit de 8,275 bilhões de dólares em 1990 para um déficit de 5,751 bilhões de dólares em 1994, em função tanto do aumento das importações quanto do pagamento de juros sobre a dívida externa) (GERCHUNOFF & LLACH, 2003, p.432).

Apesar de preocupar alguns economistas da época, era possível sustentar esses déficits devido à abundância de capital externo e ao acordo do Plano Brady. Este reestruturou dívidas externas de países latino-americanos na década de 1990, e isso possibilitou o ingresso dos mesmos nos mercados financeiros internacionais, que dispunham de elevada liquidez (GERCHUNOFF & LLACH, 2003, p.433).

Entretanto, o ano de 1995 mostrou-se um ponto de inflexão nesse cenário, no qual houve uma corrida contra a moeda mexicana que afetou a Argentina. Isto não se deveu apenas ao “efeito contágio”, sentido em diversos mercados emergentes, mas também havia a percepção que México e Argentina haviam feito reformas econômicas muito similares entre si³, resultando no que ficou conhecido como “Efeito Tequila”. Este capítulo levou ao encarecimento do endividamento argentino e perda de reservas internacionais de forma rápida (KULFAS, 2016, p.94).

Nesse sentido, Cavallo buscou tranquilizar os mercados, afirmando que as reformas na Argentina tinham sido mais profundas, e por causa disso estavam em posição mais confortável. Apesar disso, para conter os efeitos especulativos, o país recorreu ao Fundo Monetário Internacional (FMI), condicionado a realizar políticas de austeridade. Devido a essa conjuntura, o PIB caiu 4,5% (a primeira vez que houve queda no produto desde o início do Plano de Conversibilidade) e o desemprego alcançou 18,6% (GERCHUNOFF & LLACH, 2003, p.443). Apesar disso, a essência do modelo econômico não tinha sido posta em xeque, e Menem conseguiu se reeleger.

Apesar da recuperação em 1996 e 1997, o cenário não era mais o mesmo. Voltou a haver entrada de capitais, a princípio, especialmente graças à reforma da previdência e às novas privatizações, provocando a reação da atividade econômica. Entretanto, as importações continuavam crescendo, bem como os custos para as pequenas e médias empresas, e cada vez mais os agentes privados se endividavam em dólar, em uma economia que era altamente dependente de fluxos de capitais especulativos estrangeiros. Nesse sentido, o setor público também se via obrigado a se endividar no exterior para garantir as necessidades do seu setor privado, cobrir seu próprio déficit em moeda nacional e manter a regra da conversibilidade (KULFAS, 2016, pp.96-97).

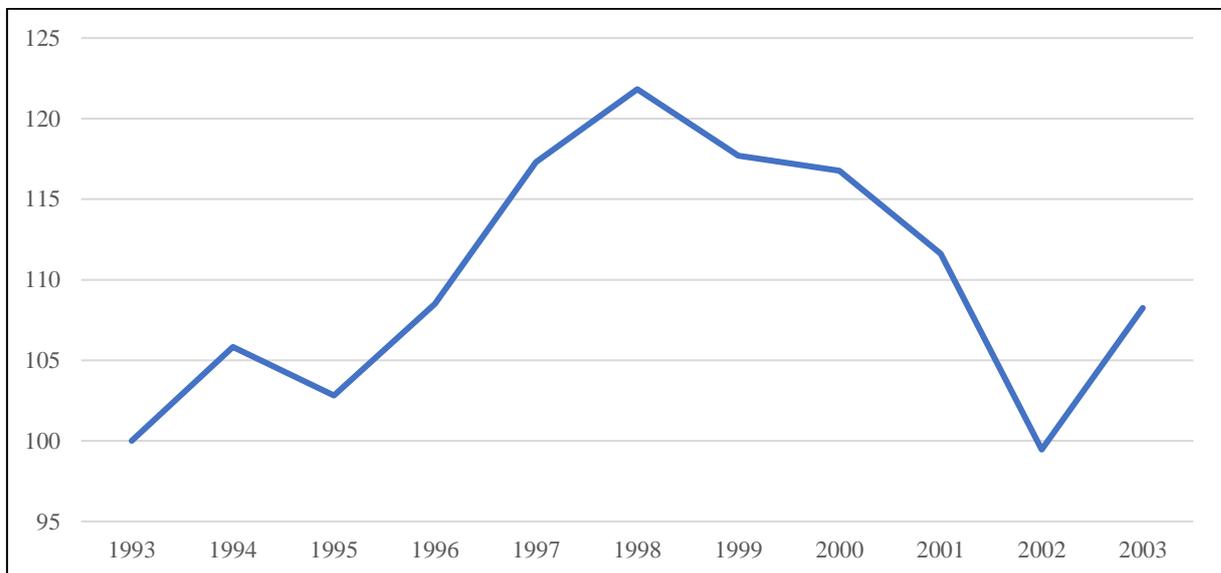
Em 1998, com a emergência da crise da Rússia, novos desafios para financiar os déficits em conta corrente foram postos, devido à mais uma diminuição do fluxo de capitais à Argentina,

³ Vale ressaltar que ambos os regimes incluíam âncoras cambiais que mantinham a taxa de câmbio real apreciada.

demandando novamente o endividamento externo. Essa situação levou a sérios problemas de liquidez, ao ponto das províncias (que estavam com sérias dificuldades fiscais) emitirem bônus (“quase-moedas”) para o pagamento de suas despesas, incluindo fornecedores e salários de funcionários públicos, que logo seriam usados como meio de troca (KULFAS, 2016, p.98).

A queda do fluxo de capitais veio a se repetir em 1999 com a crise brasileira, que ainda teve o agravante de reduzir as exportações argentinas, vide o intenso fluxo comercial entre os dois países. O gráfico a seguir mostra a evolução da atividade econômica nesse período medida em número-índice, evidenciando a crise em 1995 e a recessão profunda que a Argentina sofreu a partir de 1998:

Gráfico 3.3 - PIB na Argentina entre 1993 e 2003 a preços constantes de 1993 (base 1993 = 100)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Indec

Claramente, o modelo macroeconômico argentino não era sustentável e tornava o país altamente vulnerável às circunstâncias financeiras externas, além de levar à deterioração do tecido produtivo nacional, com graves consequências para o emprego e a renda. Entretanto, a saída da conversibilidade era custosa para muitos agentes econômicos, pois o peso da dívida, que já estava crescendo em um contexto deflacionário a partir da recessão iniciada em 1998, seria ainda maior (em moeda nacional) com a desvalorização cambial decorrente do fim da regra de conversibilidade.

Porém, após mais episódios de fugas de capitais, e crises de liquidez, o governo de Fernando de la Rúa (que tomou posse em 1999 e havia restituído Domingo Cavallo⁴ como ministro da economia), em novembro de 2001, impôs restrições aos saques de depósitos

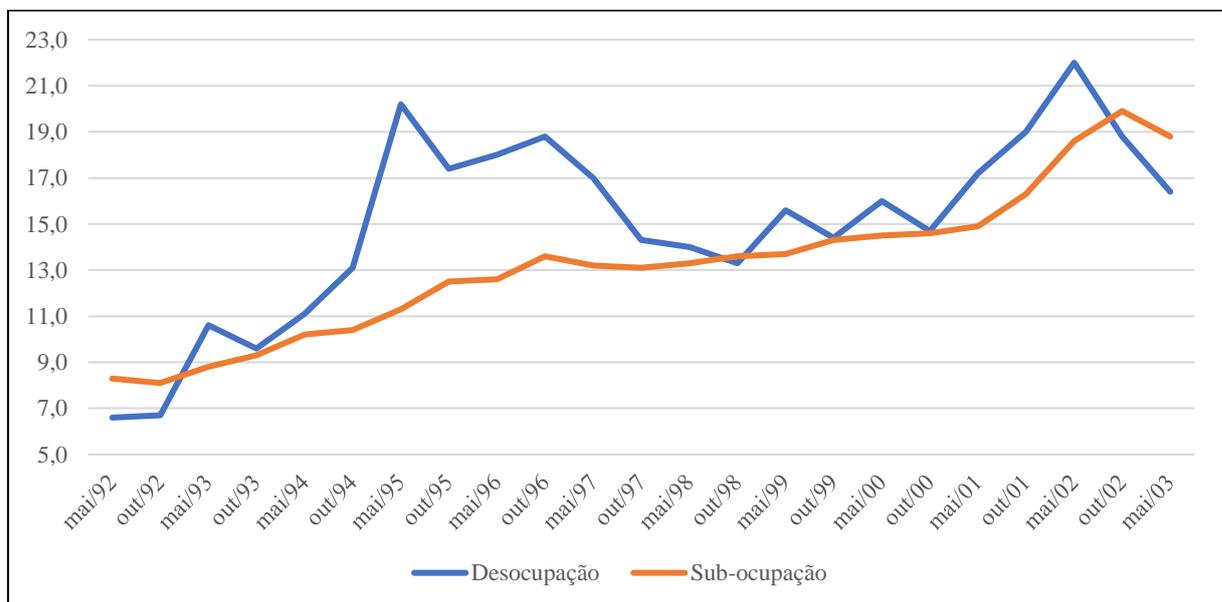
⁴ Tal fato veio a acontecer no segundo semestre de 2001, justamente pouco antes da crise do *corralito*.

bancários (*corralito*), levando a uma crise social, onde os mais pobres não podiam arcar com as necessidades básicas. Após a renúncia de De la Rúa e de mais três na linha de sucessão, assume Eduardo Duhalde, na primeira semana de 2002. Ele encerrou a conversibilidade, e declarou default sobre a dívida externa. Como se pode observar no Gráfico 3.3, o produto neste ano era inferior (a preços constantes de 1993) ao de 1993, e observa-se que a queda acumulada do PIB entre 1998 e 2002 foi de cerca de 18%.

Durante seu breve mandato, o FMI pregava a desvalorização cambial e um saneamento do sistema financeiro, no sentido de concentrá-lo, ao mesmo tempo que o governo argentino desejava “pesificar” a economia. Nesse sentido, as dívidas privadas em dólares foram convertidas em pesos a uma taxa de câmbio de 1 para 1, enquanto os depósitos em dólares foram realizados na razão de 1 dólar para 1,4 pesos (posteriormente corrigidos pela inflação). O descasamento entre ativos e passivos provocado por essas diferentes paridades foram cobertas por meio da emissão de títulos públicos (KULFAS, 2016, p.100).

Dada a profundidade da crise, houve recuperação das margens de lucro, ao custo de elevados níveis de desemprego e baixos níveis de atividade econômica. O gráfico a seguir mostra a evolução da desocupação (e subocupação) no período retratado, onde há notável piora a partir de 1998 e picos em 2002:

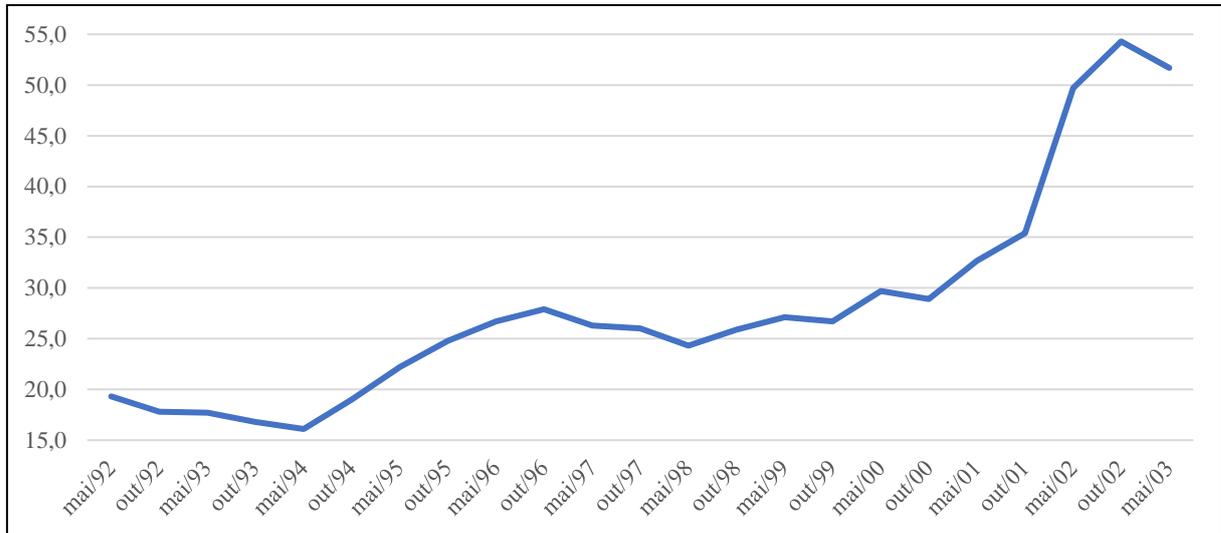
Gráfico 3.4 - Evolução da taxa de desocupação e subocupação (%) de 1992 a 2002



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Indec

Simultaneamente, as estatísticas relacionadas à pobreza também evidenciam o agravamento da crise a partir de 1998 e as piores marcas em 2002, como está ilustrado no gráfico seguinte:

Gráfico 3.5 - Trajetória da proporção de pessoas abaixo da linha da pobreza na Grande Buenos Aires (%) de 1991 a 2003



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Indec

Este cenário foi o encontrado por Néstor Kirchner (NK) quando assumiu a presidência, evidenciando grandes desafios econômicos.

3.2. O programa macroeconômico de Néstor Kirchner

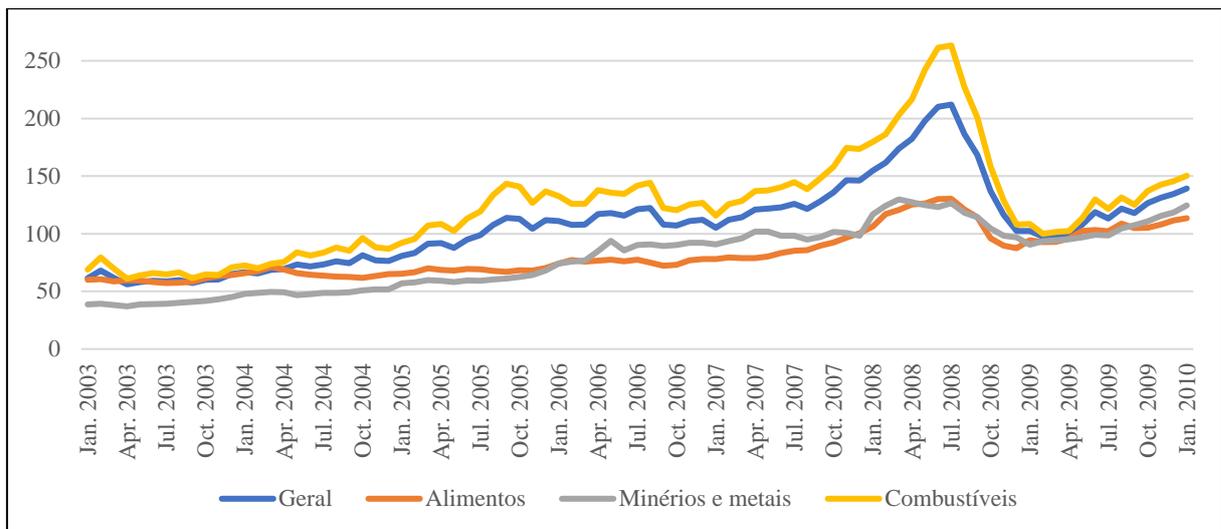
Embora tenha vindo a se tornar bastante popular, Kulfas (2016) ressalta que NK buscava se afastar da alcunha de um político muito vinculado ao peronismo de esquerda, e que, de fato, era bastante pragmático (p.114). Quando tinha sido governador da província de Santa Cruz, foi favorável a um esquema inicial de privatização da *Yacimientos Petrolíferos Fiscales* (YPF), e do banco provincial. Porém, em um novo contexto de profunda crise econômica e social (traduzido nos gráficos 3.4 e 3.5), NK reconhecia ser de suma importância a reconstrução das capacidades do Estado para recuperar a economia.

Desta forma, este pragmatismo orientou a busca pela manutenção de um câmbio competitivo, um dos pilares da política macroeconômica do governo de NK. Isso porque, essa era uma alternativa quase inevitável, visto que após o *default*, a Argentina não tinha acesso aos mercados financeiros internacionais, tornando virtualmente impossível o financiamento de déficits em conta corrente, aos quais o país havia se acostumado ao longo do período da conversibilidade.

Esperava-se que a partir da desvalorização cambial, poder-se-ia estimular as exportações (e a partir disso, também estimular o investimento nos setores de bens *tradables*), e reduzir as importações, aliviando, assim, a restrição externa. Além disso, a partir de 2003 os

preços de inúmeros produtos primários subiram em virtude das altas taxas de crescimento de países como China e Índia, no que ficou conhecido na literatura econômica como *boom das commodities*. Este também se constitui como um fator para a recuperação da economia argentina, com efeitos positivos sobre as exportações e termos de troca (SALAMA, 2012, p.162). A evolução do índice de preços de commodities no mercado internacional pode ser observada nos seguinte gráfico:

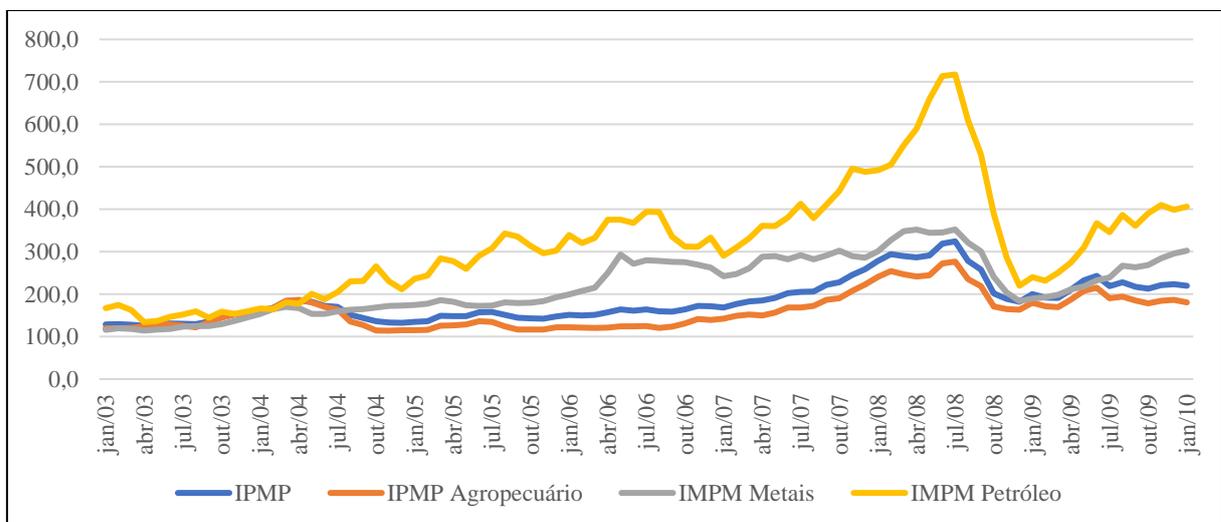
Gráfico 3.6 - Evolução mensal do Índice de Preços de Commodities da UNCTAD entre 2003 e 2010 (base 2015=100).



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da UNCTAD.

Nesse sentido, o gráfico acima evidencia o fenômeno do *boom das commodities* dentro de um contexto internacional, o qual a Argentina se beneficiou. Entretanto, a partir do gráfico a seguir, pode-se ter uma melhor ciência deste fenômeno para o caso particular argentino:

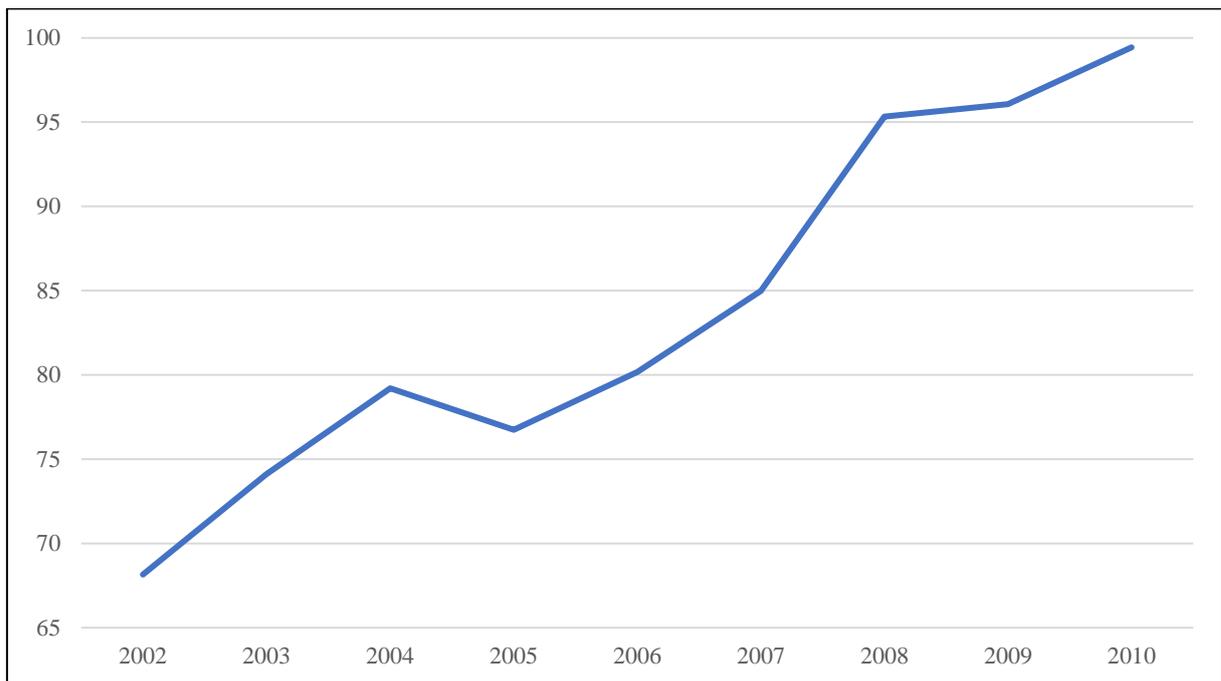
Gráfico 3.7 - Evolução de Índices IPMP entre 2003 e 2010 (base dez/01 =100)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCRA

O índice IPMP (*Índice de Precios de las Materias Primas*) também mede o nível de preços internacionais das *commodities*, mas pondera os diferentes tipos destes produtos de acordo com a sua representatividade na pauta exportadora argentina de *commodities*. Assim, percebe-se que o índice IPMP geral é bem diferente do índice geral de preços de *commodities* da UNCTAD (gráfico 3.6), já que a pauta exportadora argentina possui uma ampla predominância de produtos agropecuários. Ainda assim, isso foi suficiente para a melhora dos termos de troca do país, como se pode observar no seguinte gráfico:

Gráfico 3.8 - Evolução dos termos de troca da Argentina entre 2002 e 2010 (índice 2015=100)



Elaboração própria a partir de dados da UNCTAD.

Os superávits em conta corrente obtidos permitiram que a Argentina acumulasse reservas internacionais⁵, que eram constantemente operadas pelo BCRA de modo a manter a estabilidade do câmbio em um patamar competitivo. Além disso, a partir de 2005, o governo passou a exercer maiores controles de capitais (uma vez que lentamente, voltou-se a ter entradas de divisas pela conta financeira em 2004, e acelerou depois dos acordos de renegociação da dívida externa) a fim de evitar a apreciação cambial (BASTIAN & SOIHET, 2012, pp.91-92).

Outro pilar essencial para entender o desempenho econômico argentino no período foram as *retenciones*, uma ferramenta herdada do governo Duhalde, que consistia de impostos sobre a exportação, principalmente de *commodities*. Este instrumento, além de dispor a Argentina de mais recursos fiscais, também era visto como forma de combate à inflação. Isso

⁵ É importante ressaltar que em termos relativos, a Argentina acumulou menos reservas que outros países da América Latina. Posteriormente, voltar-se-á a essa discussão.

porque, os produtores, frente a uma alta dos preços das *commodities* ou da desvalorização do dólar, são incentivados a igualar os preços de seus produtos aos do mercado internacional para terem maiores rentabilidades. Com as *retenciones*, esses repasses podem ser amenizados (FRENKEL & RAPETTI, 2008, p.216).

A política monetária foi de responsabilidade de Prat-Gray, que esteve na presidência do BCRA e possuía inspiração ortodoxa. Ela era operacionalizada sob metas para agregados monetários, a fim de controlar a inflação. Além disso, era de interesse do Ministério da Economia (sob Roberto Lavagna), que a taxa de juros estivesse em um patamar baixo, a fim de impedir a apreciação cambial, o que de certa forma era contraditório à perseguição das metas inflacionárias. Na prática, prevalecia a diretriz do Ministério, e o câmbio era controlado em detrimento da oferta monetária (BASTIAN & SOIHET, 2012, p.88).

A partir desse arranjo, a economia reencontrou o caminho do crescimento. Chena et al (2018) ressaltam que entre 2002 e 2004 (o qual inclui o mandato de Duhalde) o aumento do investimento não se deu majoritariamente sobre os setores de bens *tradables*, e sim sob a forma de construção civil e compra de automóveis (que segundo às Contas Nacionais argentinas são categorizadas como investimento das famílias), e que cerca de 61,5% das inversões se realizaram por meio de importações de bens de capital, consequência da heterogeneidade estrutural da economia argentina (pp.30-31).

Somado a isso, o mesmo artigo também aponta que as importações cresceram de 7% a 11% do PIB e as exportações caíram de 14,2% a 13,6% entre 2002 e 2004 (p.29), indicando que nesse momento, o comércio internacional não era uma importante fonte de crescimento. Porém, é importante ressaltar que comparando 2002 em relação a 2001 (ano da máxidesvalorização cambial), houve um aumento impressionante das exportações líquidas, no qual elas saltaram de \$3509 milhões para \$46926 milhões (AMICO, 2008, p.36).

Além disso, Chena et al (2018) também afirmam que neste período, o desemprego e o subemprego, por ainda estarem em patamares elevados, tornavam os salários ainda baixos, inviabilizando um padrão de crescimento liderado pelo consumo. Nestes primeiros anos, apenas o consumo das classes média e alta foram importantes para explicar o crescimento (pp.31-32). Será apenas a partir de 2004, com a maturação do governo NK, que o padrão de crescimento será também alimentado pelo aumento das exportações líquidas e do consumo das classes mais populares.

Esse ponto de inflexão no governo NK se deu após a renúncia de Lavagna, num contexto em que este era favorável ao aumento dos salários segundo o aumento da produtividade,

entrando em conflito com as bases que elegeram o presidente. Estas estavam empenhadas na busca pelo crescimento dos salários, os quais ainda não haviam crescido substancialmente em 2004. Dessa forma, NK anunciou Felisa Miceli para o cargo (CHENA et al, 2018, p.36).

A partir daí, o Estado argentino fortaleceu os espaços de negociação de salários com os trabalhadores, instituiu o *Salario Mínimo Vital y Móvil* (SMVM), além de ter regulamentado benefícios sociais e salários indiretos, estimulando também o crescimento econômico, o que contribuiu para conciliar crescimento econômico e redução das desigualdades sociais (CHENA et al, 2018, pp.38-40), como pode ser sintetizado na seguinte tabela:

Tabela 3.1 - Resumo de alguns indicadores econômicos e sociais por períodos na Argentina.

| Período | PIB per capita (\$1993) | Coefficiente de Gini | Índice de Bem-Estar de Sen |
|----------------|--------------------------------|-----------------------------|-----------------------------------|
| 1991-2001 | 7398 | 0,48 | 3939 |
| 2002-2004 | 6778 | 0,52 | 4707 |
| 2004-2009 | 8958 | 0,47 | 10994 |

Fonte: Adaptado de Chena et al (2018).

Resultado de todo esse aparato foi um crescimento vigoroso, de em média 8,8% a.a entre 2003 e 2007, e redução do desemprego de 25% para 8,4% entre 2002 e 2008, acompanhado de aumentos sistemáticos nos empregos formais. No mesmo período, graças aos favoráveis termos de troca, o crescimento não provocou a volta da restrição externa. Outros pontos destacáveis foram o registro de *superávits gêmeos* (*superávit* fiscal e em conta corrente) e ganhos de importância da indústria no PIB (SALAMA, 2012, p.157).

Nesse ponto, há de se destacar que as exportações de produtos manufaturados cresceram em média 12% a.a (em quantidade) entre 2002 e 2008, e que em 2007 totalizaram 17,309 bilhões de dólares contra 19,130 de produtos da agroindústria e 12,628 de produtos primários (AMICO, 2008, p.39), além do fato da Argentina ter sido o único país da América Latina a não ter reprimarizado sua pauta exportadora durante o boom das *commodities* (KULFAS, 2014, p.6).

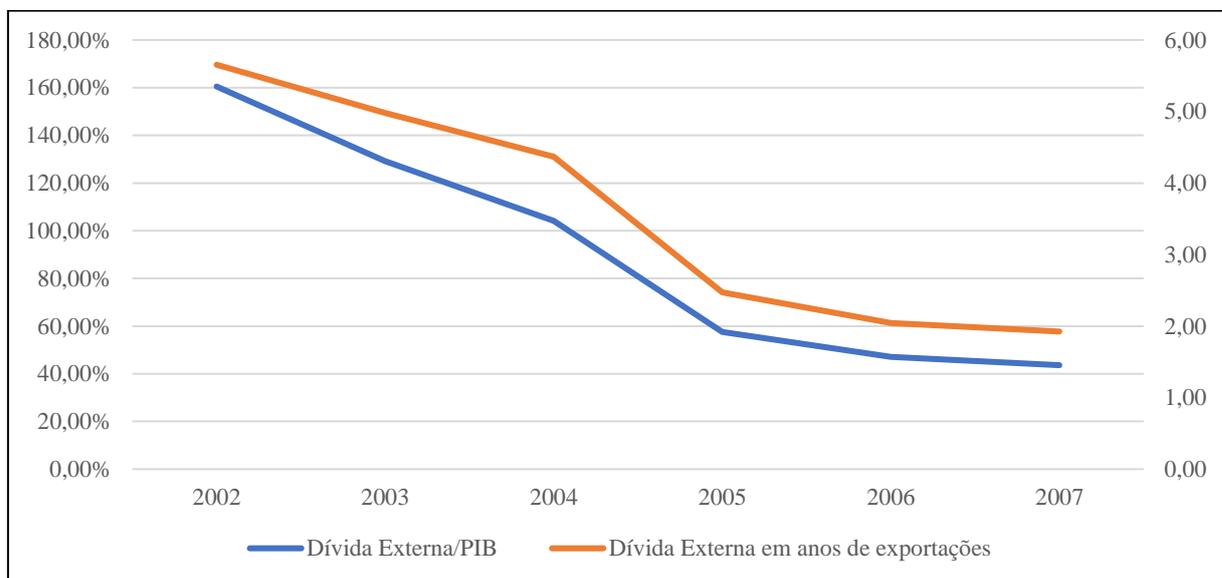
Até 2005, essa recuperação industrial se deu principalmente pelo maior uso da capacidade instalada, mas a partir de então os investimentos passaram a acelerar, e verificou-se que inúmeras pequenas e médias empresas registravam produtividade similares às indústrias dos países centrais, constituindo a estrutura produtiva heterogênea.

Outro fator que explica o crescimento industrial da Argentina foi a adoção de uma taxa de câmbio competitiva. Kulfas (2016) alega que faltou maior planejamento na política industrial argentina, que articulasse vários entes públicos e que produzisse inovação e efeitos de encadeamento, apesar das intenções com o plano produtivo de 2007 (p.123). Um dos maiores exemplos dessa falta de um adequado planejamento foram os insuficientes investimentos no setor energético, que virá a se tornar um dos maiores problemas no governo de Cristina Kirchner (p.121).

3.3. O fronte financeiro

Conforme mencionado anteriormente, a Argentina incorreu em *default* sobre a dívida externa em 2001, na esteira da crise do *corralito*, em um montante de aproximadamente U\$73 bilhões de dólares, e em 31/12/2002, o estoque de dívida se encontrava em U\$156,813 bilhões de dólares, equivalente a aproximadamente 160% do PIB, e a 5,5 anos de exportações. A evolução desses parâmetros de dívidas pode ser observada no seguinte gráfico:

Gráfico 3.9 – Evolução de indicadores da dívida externa argentina entre 2002 e 2007



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Indec e Banco Mundial

Evidentemente, o *default* isolou o país dos mercados financeiros internacionais, e no contexto de *boom de commodities* e registros de superávits em conta corrente, o *default* veio a servir de alívio da restrição externa do país.

Somente em 2005, teve-se êxito em renegociar parte de sua dívida externa. Primeiramente, o governo argentino reivindicava o princípio da corresponsabilidade. Isto significava que os credores deveriam aceitar perdas em relação à dívida original, uma vez que

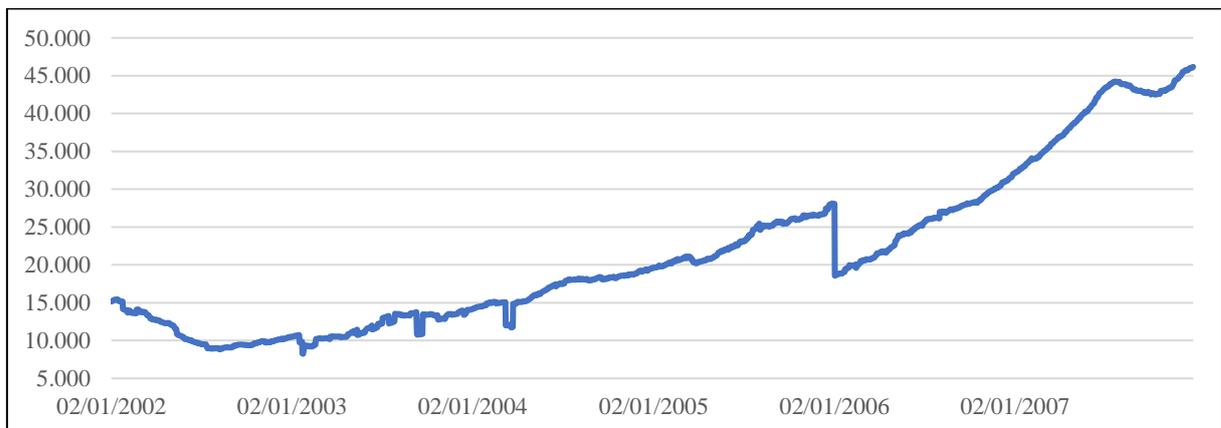
estes compraram papéis de dívidas com maiores taxas de juros, e, portanto, aceitaram incorrer em maiores riscos. O argumento se reforça, pois segundo as autoridades argentinas, o país entrou em uma severa recessão, que a fez perder cerca de 18% do seu PIB em quatro anos, então os credores também deveriam aceitar o ônus (KULFAS, 2014, p.7).

Em 2005 se efetivou uma proposta de reestruturação. Houve a troca (*canje*) da dívida antiga por novos bônus, sendo alguns destes vinculados ao crescimento, e havia proteção para que o serviço desta dívida reestruturada não comprometesse mais que 3% do PIB. Ela foi aceita por 76,15% dos credores, e retiraram-se cerca de 62 bilhões de dólares das dívidas que estavam em *default*. Além disso, outra vantagem desse novo acordo para a Argentina foi o fato de cerca de 45% desta nova dívida ter sido denominada em pesos (KULFAS, 2014, p.8; BRENTA, 2019, pp.160-162).

Outro ponto importante da renegociação foi a cláusula da melhor oferta (RUFO - *Rights Upon Future Offers*), que desempenharia papel importante para a compreensão de eventos que serão apresentados no próximo capítulo. Ela consistia que até 2015, se novos acordos de reestruturação apresentassem melhores termos que as negociações anteriores, estes deveriam abranger os credores antigos inclusive (KULFAS, 2016, p.171).

Já no final de 2005, NK anunciou que ia pagar toda a dívida que a Argentina tinha com o Fundo Monetário Internacional (FMI) com reservas internacionais, que o país vinha acumulando devido à melhora nos saldos em conta corrente, em valores aproximados de 10 bilhões de dólares. Isso levou a uma queda rápida das reservas do BCRA, porém logo foi recuperada em setembro de 2006, como pode ser visualizado no seguinte gráfico:

Gráfico 3.10 - Evolução das reservas internacionais (em milhões de dólares) do BCRA entre 2002 e 2008



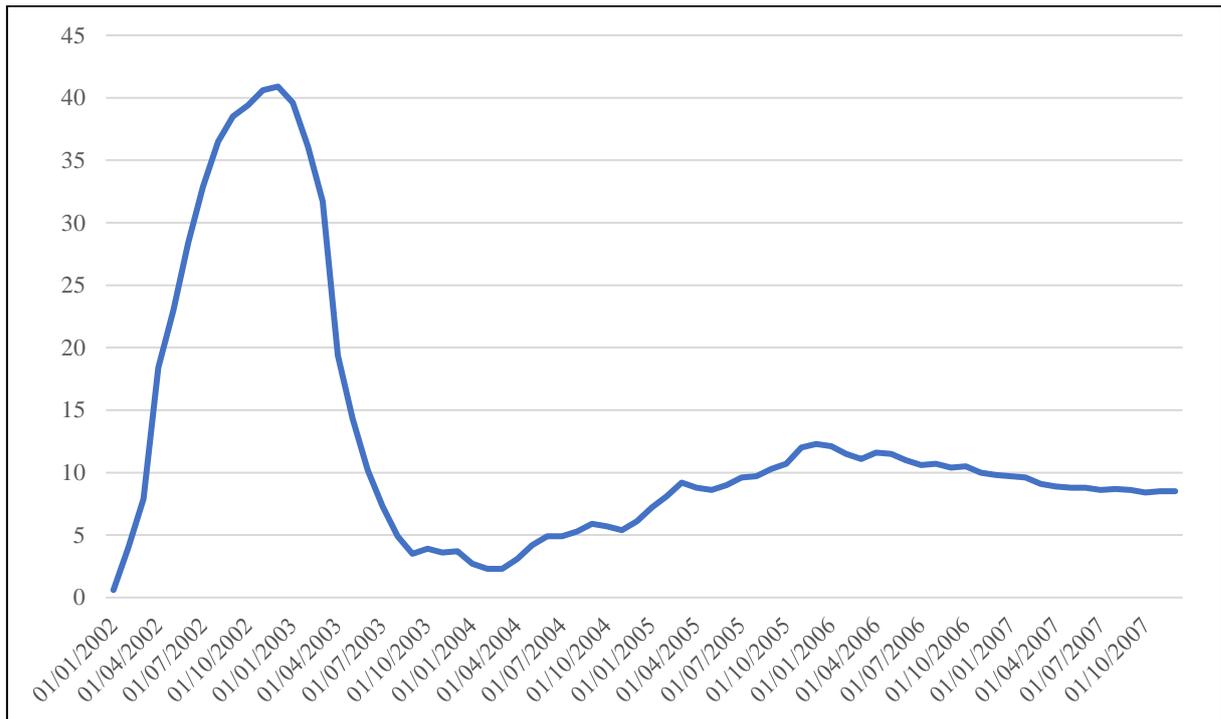
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCRA

Isso encerrou, até este momento, um relacionamento turbulento entre o órgão e a Argentina, bem como a vigilância do Fundo perante às políticas econômicas do país (BRENTA, 2019, pp.165-166).

3.4. E a inflação?

Apesar de todo o cenário próspero descrito até aqui, deve-se ressaltar que a inflação, a qual historicamente se mostrou um calcanhar de Aquiles da Argentina, não apresentou tendências de baixa ao longo do governo NK, conforme pode se observar no seguinte gráfico:

Gráfico 3.11 - Inflação anualizada na Argentina entre 2002 e 2008



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCRA

A Argentina vinha de cenários de deflação a partir de meados de 1999 e inflação baixa nos primeiros meses de 2002, até ela dar um grande salto em abril do mesmo ano, devido ao fim da conversibilidade e a consequente maxidesvalorização cambial. Após isso, a taxa diminuiu significativamente, mas apresentou tendência de aumento a partir de 2004, com aceleração em 2005 até se estabilizar (com pouca tendência de desaceleração) de 2006 ao fim de 2007, em torno de 10%.

Com base em autores como Kulfas (2016), Salama (2012), Amico (2008), Amico & Fiorito (2013), Bastian & Soihet (2012) e Chena et al (2018), considera-se que a inflação na Argentina nesse período pode ser explicada por fatores do lado da oferta (custos), ligados a choques de *commodities*, estrutura produtiva e conflito distributivo.

Primeiramente, deve-se lembrar que a estratégia para a recuperação da economia argentina foi a escolha de um câmbio estável e desvalorizado, como forma de gerar superávits

na conta corrente, e estimular as exportações (inclusive de artigos industriais). Entretanto, como já foi ressaltado no capítulo 2, a desvalorização cambial é uma fonte inflacionária, ao encarecer produtos e insumos importados. Além disso, incentivando-se as exportações, pode-se provocar redução da oferta de bens-salários no mercado doméstico.

Entretanto, conforme pode ser visualizado no gráfico a seguir, percebe-se que não é este fator que explica inteiramente o processo inflacionário, já que a partir do momento que NK se consolida no poder, a taxa de câmbio nominal torna-se relativamente estável, em torno de 3 pesos/dólar:

Gráfico 3.12 - Taxa de câmbio peso/dólar entre 2002 e 2008



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCRA

Para este capítulo histórico, os choques externos que serviram de gatilho para o processo inflacionário foram os de *commodities*, conforme analisado nos gráficos 3.6 e 3.7, cujos preços apresentam tendência de alta desde 2003, e com acelerações em meados de 2005 e 2007, alcançando um pico em 2008 (já no governo de Cristina Fernández Kirchner, que será analisado no próximo capítulo). Dois fatores específicos explicam a magnitude dos efeitos do choque de *commodities* sobre a inflação na Argentina.

O primeiro destes é a própria taxa de câmbio desvalorizada. Além do fato das *commodities* serem denominadas em dólares nos mercados internacionais, uma eventual apreciação cambial poderia servir como um instrumento paralelo que poderia compensar o choque inflacionário, reduzindo o preço de outros bens. O outro fator é a alta composição de *commodities* alimentícias (e de bens da agroindústria) na pauta de exportação argentina, alimentando o canal que opera sobre a redução da oferta doméstica de bens-salários. É importante perceber que as *retenciones* não foram, portanto, capazes de conter esse efeito.

Pode-se abstrair que na ausência destes impostos a inflação seria maior, mas deve-se reconhecer o caráter limitado dessa medida para conter a inflação, num contexto em que as alíquotas das *retenciones* são fixas e que havia um crescimento sustentado do preço das *commodities*. Isto é, o contínuo aumento dos preços mais que compensava os efeitos desinflacionários das *retenciones* (BASTIAN & SOIHET, 2012, p.100).

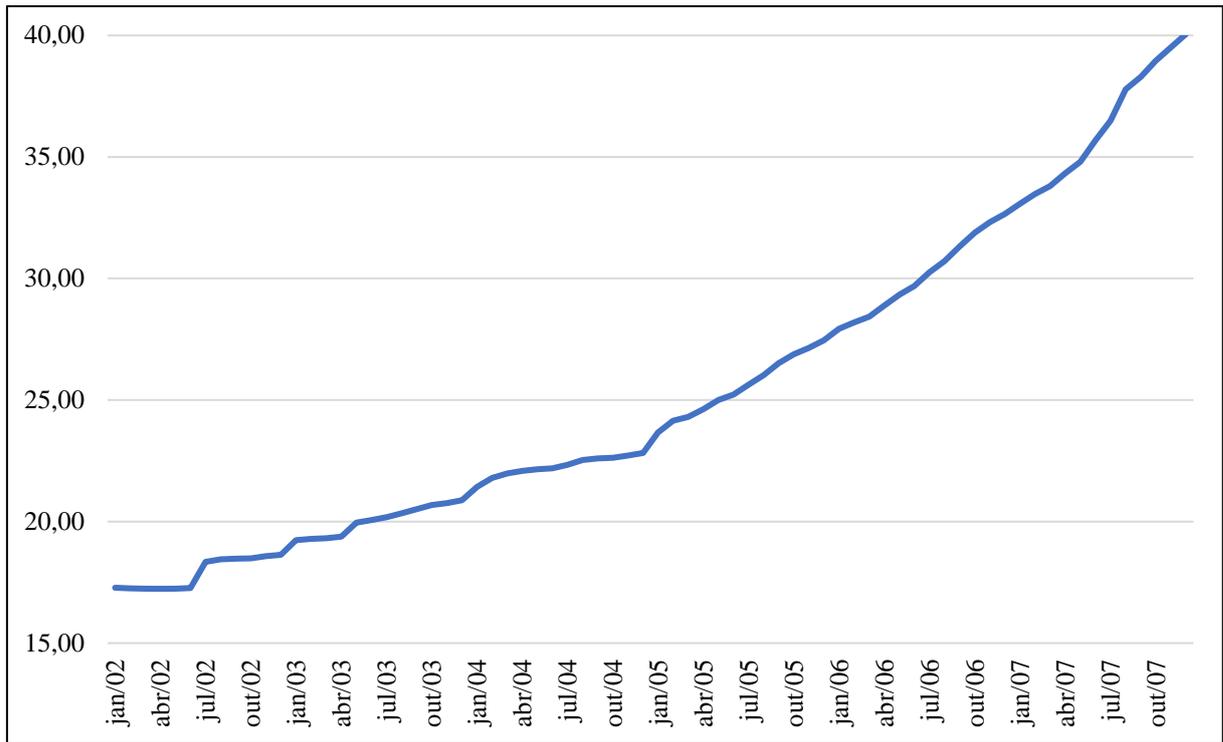
Para efeitos de ilustração, Bastian & Soihet (2012) fazem comparações entre a Argentina e o Brasil entre o final da década de 1990 e ao longo da década de 2000, no qual inclusive discutem os efeitos do *boom das commodities* em países que adotaram diferentes arranjos macroeconômicos. O Brasil também é bastante dependente da exportação das *commodities* agrícolas, mas devido à prática de altas taxas de juros e o consequente câmbio apreciado, os efeitos inflacionários do *boom de commodities* não foram significativos (BASTIAN & SOIHET, 2012, pp.92-93).

Além de haver os choques externos enquanto gatilho, é também importante ressaltar o conflito distributivo como propagador da inflação. Como dito anteriormente, em meados dos anos 2002, em um contexto de recessão e elevado desemprego, havia pouco poder de barganha da classe trabalhadora. Isso ajuda a explicar o motivo da inflação ter se mantido baixa, mesmo com um lento aumento dos preços das *commodities* entre 2002 e 2004.

Conforme mencionado anteriormente, Lavagna renunciou ao cargo, uma vez que este era favorável a uma proposta de atrelar o crescimento dos salários à produtividade. Ele entendia que essa seria uma forma de conter a inflação que estava acelerando sem comprometer a política de câmbio depreciado (CHENA et al, 2018, p.36).

Porém, com a nomeação de Felisa Miceli, NK pôde implementar um modelo que agradasse suas bases. Isso implicava na mudança do padrão de crescimento econômico, no qual o que passaria a puxá-lo seria o consumo das classes mais populares, a partir de elevações no salário-mínimo, conforme pode ser visualizado no seguinte gráfico:

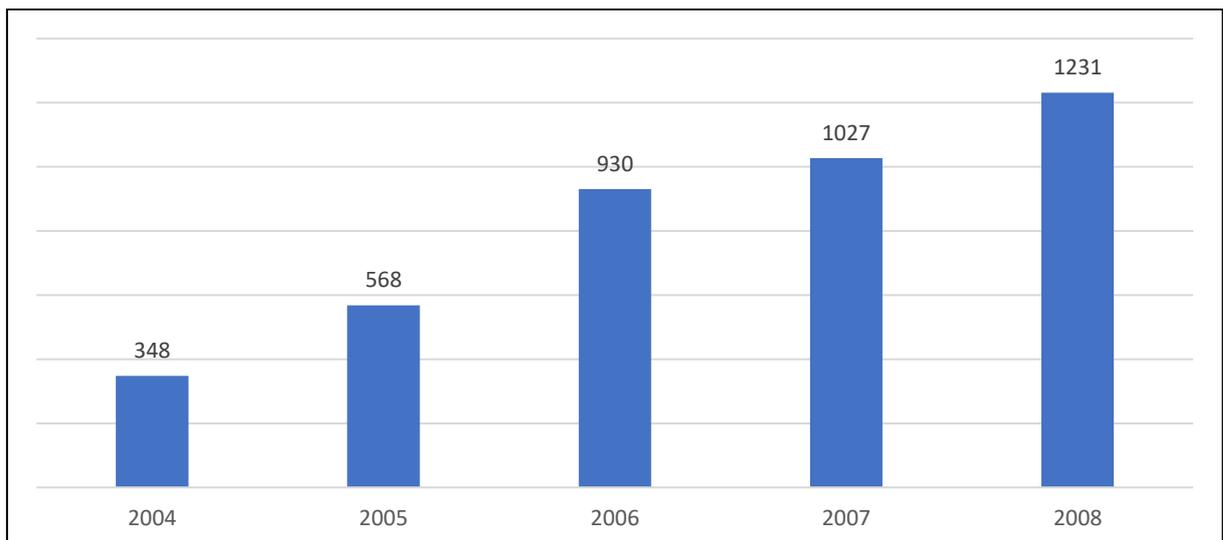
Gráfico 3.13 – Trajetória dos salários em número índice (base abr/2012=100)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Indec

Este cenário se tornou possível não só devido às políticas de NK, mas também ao fortalecimento dos sindicatos, que obtinham sucesso ao reivindicarem maiores salários nominais. Tal fortalecimento é evidenciado no gráfico a seguir:

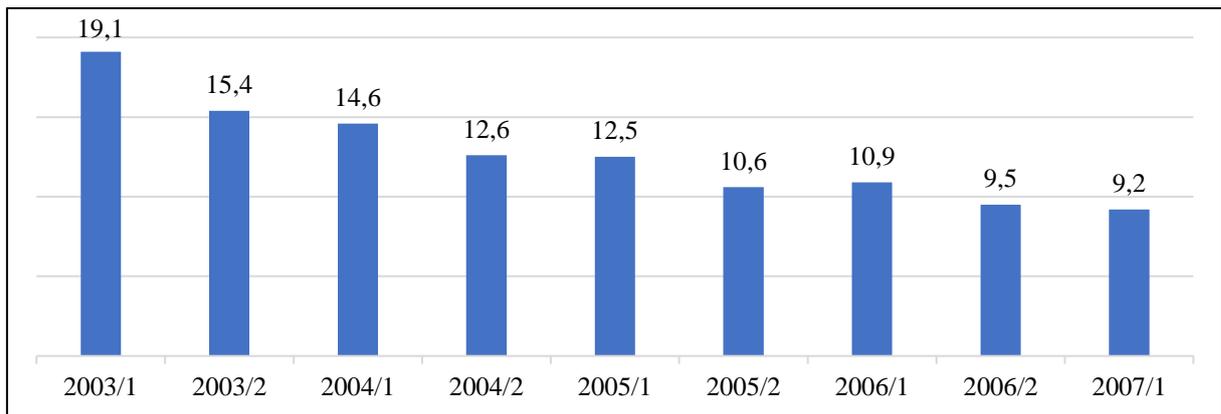
Gráfico 3.14 – Número de negociações coletivas por salários entre 2004 e 2008



Fonte: Amico & Fiorito, 2013

Como consequência disto, o desemprego passou a apresentar tendência de queda, como pode ser visualizado no seguinte gráfico:

Gráfico 3.15 – Evolução da taxa de desocupação semestral na Argentina entre 2003 e 2007



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Indec

O que se pode extrair destes diferentes dados é que o quadro de baixo poder de barganha verificado logo após o fim da conversibilidade se reverteu, e isso ajudou a amplificar e propagar os recorrentes choques de commodities (AMICO & FIORITO, 2013, pp.290-291).

Outra deficiência da economia, que guarda relações com a inflação é sua estrutura produtiva desequilibrada, ponto ressaltado historicamente por Marcelo Diamand na década de 1970. Apesar dos resultados positivos da indústria argentina durante o governo NK, os quais contrastam com o que se viu em décadas anteriores, este problema estrutural não foi superado.

Em virtude do conflito que pode se encadear do estabelecimento de uma taxa de câmbio competitiva, o governo recorreu, além das *retenciones*, a medidas como subsídios a combustíveis e eletricidade para amenizar os efeitos inflacionários de uma taxa de câmbio depreciada. Na prática, tinham-se consequências similares a um sistema de taxas múltiplas de câmbio, que era defendido por Diamand a fim de conciliar o desenvolvimento produtivo e o apaziguamento do conflito distributivo, sem cair na armadilha de um processo de *stop and go* (AMICO & FIORITO, 2013, p.296).

É importante ressaltar que neste mesmo período, apesar da forte retomada do crescimento, a economia estava longe do ponto de pleno emprego, sendo a capacidade instalada ter sido em média de 74% entre 2002 e 2008 (AMICO, 2008, p.46). Ademais, durante o governo Kirchner, operou-se sob superávits primários, isto é, não havia “injeção de demanda” na economia por parte do Estado que justificasse excesso de demanda, segundo a visão ortodoxa acerca da inflação.

3.5. Conclusões preliminares

O presente capítulo mostrou a forte influência de choques externos sobre a inflação no período descrito na Argentina. Esta característica já se encontrava presente na década de 1990, quando a inflação era combatida devido ao controle sobre a taxa de câmbio. Logo após a queda da Lei da Conversibilidade, a inflação deu um grande salto em virtude da maxidesvalorização cambial, mas esta elevação mostrou-se temporária.

Como forma de contornar a grave crise que a Argentina se encontrava, depreciou-se a taxa de câmbio. O que era visto como inevitável, dado o isolamento do país nos mercados financeiros internacionais, tornou-se um dos principais pilares do padrão de crescimento econômico do governo, mesmo após a *canje* de 2005, que melhorou a viabilidade de entrada de capitais pela conta financeira. Porém, esta política num contexto de *boom de commodities* e com as características da pauta de exportação e da estrutura produtiva argentinas, aliado a um conflito distributivo que se intensificava, deixou como consequência taxas de inflação em torno de dois dígitos, o que configurava o principal problema econômico argentino, que persistindo nos anos seguintes, contribuiu para um cenário de crise.

Sendo assim, o próximo capítulo abordará os dois mandatos de Cristina Kirchner, nos quais se tentou preservar elementos do governo de Néstor (e em certo sentido, até aprofundando alguns aspectos) sob um conflito distributivo que ganhará novos contornos e um cenário internacional que irá impor novos desafios, até o ponto em que a restrição externa retornará, agravando o problema inflacionário.

4. O esgotamento do modelo nos governos de Cristina Kirchner

Nos governos de Cristina Fernández Kirchner (CFK, entre o final de 2007 e 2015), foram dados sinais de que as condições que tornaram bem-sucedido o governo de NK estavam progressivamente se esvanecendo. Nesse sentido, Kulfas (2014) categoriza “três kirchnerismos”, sendo o primeiro referente ao governo de NK, o segundo aproximadamente ao primeiro mandato de CFK, e o terceiro ao restante deste ciclo político kirchnerista. Além de serem mandatos presidenciais distintos, Kulfas (2014) entende que há claras marcas econômicas e internacionais que tornam únicos cada um dos “kirchnerismos”.

Assim, o primeiro mandato de CFK se constitui em um período no qual a política econômica gira em torno da tentativa de combater os efeitos da crise internacional de 2008 e do conflito com as elites agrárias que foi desencadeado logo nos primeiros meses deste mesmo ano. Durante esse período, a economia apresentou bons números no tocante ao crescimento econômico e ao desemprego (mas não com o mesmo vigor que o governo de NK), apesar de ter havido aceleração inflacionária e aparição dos primeiros desequilíbrios macroeconômicos externos (KULFAS, 2014, pp.9-10).

Já durante o segundo mandato, esses desequilíbrios ganharam maior ímpeto, porém havia resistências e lentidão para reverter o padrão econômico que visava manter as altas taxas de crescimento registradas desde o início do kirchnerismo. Isto por sua vez, consolidou um quadro de contínua desvalorização cambial, que por conseguinte teve impactos inflacionários (KULFAS, 2014, pp.10-16). A partir desses diagnósticos se inicia a análise da inflação durante o mandato CFK dentro do novo contexto econômico que a Argentina passava.

4.1. 2008 enquanto inflexão diante da primavera kirchnerista

Ao longo do governo NK, a despeito das *retenciones*, o setor agropecuário gozou de alta lucratividade em virtude do câmbio desvalorizado, crescimento do preço das *commodities* e maturação dos investimentos e do progresso tecnológico promovidos na década de 1990. Sendo assim, este setor tinha um potencial que o governo poderia captar parte da renda para implementar a expansão do programa econômico kirchnerista.

Além disso, conforme pode ser analisado no gráfico 3.11, a inflação anualizada argentina encontrava-se próximo a 10% nas vésperas do governo CFK⁶, se constituindo como o principal incômodo durante o mandato de NK, e que não era contido pelas *retenciones*. Dessa forma, poucos meses após a posse de CFK, teve-se a intenção de aplicar uma nova regra para estes impostos, visando aliar os seguintes objetivos: torná-lo um instrumento mais eficiente de combate à inflação, captar mais recursos para financiar o expansionismo fiscal que CFK desejava para continuar conciliando crescimento econômico e redução das desigualdades, além de honrar compromissos externos como as crescentes importações e juros da dívida da *canje* de 2005 (WAINER, 2018, p.331).

É neste contexto que há a emergência da proposta da *Resolución 125*, que visava a aplicação de *retenciones* móveis. Isto é, as alíquotas deixariam de ser fixas e variariam de acordo com as tendências dos preços internacionais das *commodities*. Dessa forma, os lucros do setor agropecuário poderiam não acompanhar um eventual aumento dos preços internacionais de *commodities* (BASTIAN & SOIHET, 2012, p.101).

Além disso, diante deste mesmo cenário, as exportações poderiam não serem incentivadas diante do aumento internacional dos preços das *commodities*, contribuindo para a manutenção da oferta doméstica de bens-salários, e conseqüentemente a inflação poderia ser suavizada. Ademais, haveria uma reconfiguração da estrutura das alíquotas no intuito de promover uma maior diversidade de culturas, ameaçando a primazia econômica que a soja vinha alcançando (KULFAS, 2016, p.128).

Kulfas (2016) ressalta que em uma análise fria, as *retenciones* móveis também apresentavam vantagens aos agroexportadores, pois poderiam dar maior previsibilidade de lucros e protegê-los diante da queda dos preços das *commodities*. Contudo, o momento do anúncio do plano se deu quando estas registravam picos de preços (gráficos 3.6 e 3.7) e logo após a colheita de uma safra recorde (em termos de quantidade, inclusive) (pp.128-129). Isso explica o grau em que o conflito chegou, marcado por *lock-outs* e bloqueios de estradas e portos.

A derrota do governo CFK neste conflito abortou a tentativa de controle da inflação via *retenciones*, e pouco tempo depois foi eclodida a crise internacional de 2008. Ainda que a Argentina não tivesse grande exposição financeira, a crise foi sentida no país devido à queda do comércio internacional, ao aumento das remessas das multinacionais às suas matrizes (que

⁶ A partir dos dados oficiais do governo. Na época, havia fontes suspeitas de o governo estar manipulando os dados no sentido de subestimar as taxas de inflação. Estimativas alternativas da inflação argentina desta época sugeriam uma inflação maior do que aquela divulgada pelo governo.

totalizaram 17,2 milhões de dólares entre 2008 e 2009) e a “fuga para a qualidade” em direção ao dólar (BRENTA, 2019, pp.166-167).

Porém, apesar disso, o acúmulo de reservas internacionais nos anos anteriores e uma queda das importações maior que das exportações (32% contra 20% em 2009) evitaram uma crise cambial na Argentina (BRENTA, 2019, p.166), o que é incomum na história econômica do país (e da América Latina) em circunstâncias parecidas. Além do BCRA ter provocado uma desvalorização cambial e elevação nas taxas de juros, o país adotou políticas fiscais anticíclicas para evitar uma queda ainda maior da demanda agregada, e foram tais medidas as mais lembradas políticas econômicas da gestão CFK. Elas estavam em consonância com a busca pela manutenção do legado de NK: a reforma da previdência e a instituição da *Asignación Universal por Hijo* (AUH).

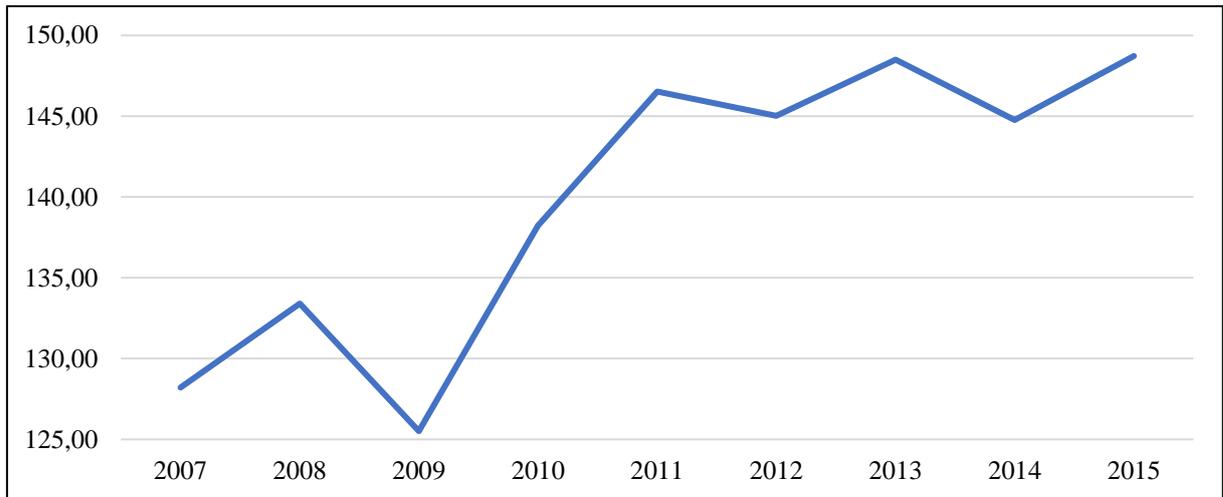
No caso da reforma previdenciária, o intuito era estatizar as *Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones* (AFJPs), que foram criadas no governo Menem, em um marco de um regime de capitalização privado. Estes fundos aplicavam as aposentadorias dos indivíduos em ativos financeiros, no qual era cobrada uma comissão de 30% sobre os aportes, e caso não cumprissem um mínimo de rentabilidade, elas deveriam desembolsar recursos próprios (KULFAS, 2016, p.133).

Esperava-se que esta reforma cumprisse um papel anticíclico, na medida que um fundo público, que iria administrar os recursos previdenciários, iria aplicá-los no setor produtivo. Assim, mesmo que a rentabilidade caísse, as aplicações poderiam se converter em investimentos produtivos, que aumentaria a renda e o emprego, e conseqüentemente a massa salarial, contribuindo para que mais aportes fossem feitos, realimentando o ciclo. No primeiro ano, o fundo previdenciário cresceu 28% (KULFAS, 2016, p.135).

Já a AUH se tratava de um programa de redistribuição de renda, no qual era concedido um valor monetário a uma família, condicionado à manutenção das crianças nas escolas e à vacinação em dia. Esta medida foi responsável pela queda do índice de Gini em 2,5 p.p entre 2009 e 2010 e pelo aumento do nível de escolarização, especialmente entre adolescentes (entre 2 a 3 p.p) (KULFAS, 2016, pp.137-138).

Estas duas medidas conjugadas com outros programas sociais e de recuperação produtiva (como o Repro) foram responsáveis por uma recuperação rápida do PIB em 2009 e 2010, conforme pode ser visualizado nos seguintes gráfico e tabela:

Gráfico 4.1 - PIB da Argentina entre 2007 e 2015, a preços constantes de 2004 (base 2004=100).



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Indec

Outro ponto importante do primeiro mandato de CFK foi a realização de uma segunda *canje* em 2010. Desde setembro de 2009, os credores internacionais clamavam por uma regularização com as dívidas pendentes, que poderiam ser facilitadas em um mundo com taxas de juros mais baixas. Entretanto, CFK confiou em estimativas que afirmavam que a Argentina teria superávit comercial neste ano, e com isso, poder-se-ia utilizar as reservas adquiridas como garantia a uma nova *canje*. Neste contexto foi que o governo criou o *Fondo para el Desendeudamiento Argentino* (Fondea) (KULFAS, 2016, pp.138-140).

A partir de abril de 2010, o governo então conseguiu realizar essa nova *canje*, incorporando mais 13,1 bilhões de dólares ao montante de dívida externa reestruturada, e alcançando a marca de 92,4% do montante que incorreu em *default* em 2001 (BRENTA, 2019, pp.168-169). Na tabela a seguir, pode-se observar um pequeno resumo das *canjes* de 2005 e 2010.

Tabela 4.1 - Tabela comparativa das *canjes* de 2005 e 2010 (montantes em milhões de dólares).

| | 2005 | 2010 |
|--------------------------|-------|-------|
| Montante Elegível | 81836 | 18300 |
| Montante em <i>canje</i> | 62318 | 12210 |
| Nova dívida emitida | 35261 | 7179 |
| <i>Par</i> | 15000 | 1921 |
| <i>Discount</i> | 11932 | 4309 |
| <i>Cuasi Par</i> | 8239 | 0 |

| | | |
|--------------------------------------|-------|-------|
| <i>Global 2017</i> | 0 | 949 |
| Desconto sobre valor nominal | 56,6% | 58,8% |
| Desconto sobre dívida antiga + juros | 65,6% | 41,2% |
| Porcentagem de aceitação | 76,1% | 70,2% |
| Dívida pendente da reestruturação | 23,9% | 7,1% |

Fonte: Adaptado de Kulfas (2016).

Houve bons números no tocante ao crescimento econômico. Em 2010, o PIB real cresceu 9,19% e em 2011, essa marca foi de 5,66%. Em relação aos salários reais, o crescimento para os respectivos anos foi de 2,1% e 5,6% (KULFAS, 2016, p.140). Entretanto, neste novo cenário, o principal responsável pelo crescimento, sob a ótica da demanda agregada, foi o aumento do consumo, em especial do consumo público, com arrefecimento das exportações e da formação bruta de capital fixo.

Além disso, o crescimento do PIB passou a ser mais dependente das transferências de renda (WAINER, 2018, pp.339-342). A participação dos principais componentes da demanda agregada no PIB pode ser visualizada na seguinte tabela:

Tabela 4.3 – Participação dos principais componentes da demanda agregada no PIB (%) durante o governo CFK.

| Ano | Consumo privado | Consumo público | Exportações | Formação bruta de capital fixo |
|------|-----------------|-----------------|-------------|--------------------------------|
| 2008 | 67,4 | 10,7 | 23,2 | 20,7 |
| 2009 | 67,8 | 12,1 | 22,4 | 17,0 |
| 2010 | 68,4 | 11,6 | 23,1 | 19,5 |
| 2011 | 70,6 | 11,4 | 22,7 | 21,6 |
| 2012 | 72,1 | 11,9 | 22,0 | 20,3 |
| 2013 | 73,0 | 12,2 | 20,7 | 20,3 |
| 2014 | 71,6 | 12,9 | 19,8 | 19,4 |
| 2015 | 72,2 | 13,4 | 18,7 | 19,5 |

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Indec.

Os novos programas de transferência de renda foram implementados em um contexto no qual a taxa de câmbio real passou a apresentar tendências de apreciação (conforme pode ser visto no gráfico 4.2, e foi um dos motivos responsáveis pelo arrefecimento das exportações) e que a capacidade ociosa já não se encontrava mais no mesmo grau que estava durante o mandato de NK (CARTAZZO, ESPAGNOL, PARRAUD; 2020; p.41).

Gráfico 4.2 - Evolução índice ITCRB (Taxa de câmbio real, base 17/12/15=100).



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCRA

Estes fatos, aliados à falta de mudança estrutural da economia argentina foram responsáveis pela progressiva deterioração dos saldos comerciais e em conta corrente do país, que já vinham sendo sentidos a partir de 2010. Somado a isso, os efeitos da crise de 2008 ampliaram a fuga de capitais da Argentina, que tiveram consequências para a inflação (que será melhor analisada na seção 4.3).

A fim de contornar esses problemas, e diante da derrota na queda de braço com o setor agrícola, o governo recorreu a maiores controles cambiais e alterações na política comercial. Evitaram-se tanto a aplicação de uma política monetária contracionista quanto a redução de subsídios à energia e aos combustíveis, já que essas medidas teriam impactos negativos no crescimento econômico, contribuindo para o que Chena et al (2018) chamaram de “keynesianismo social com restrição externa”.

A maioria destas medidas no intuito de aprofundar o modelo inaugurado por NK, se deram no que Kulfas (2014) chamou de “terceiro kirchnerismo” que abrange o terceiro mandato de CFK e o final do segundo, que são analisados nesta próxima seção.

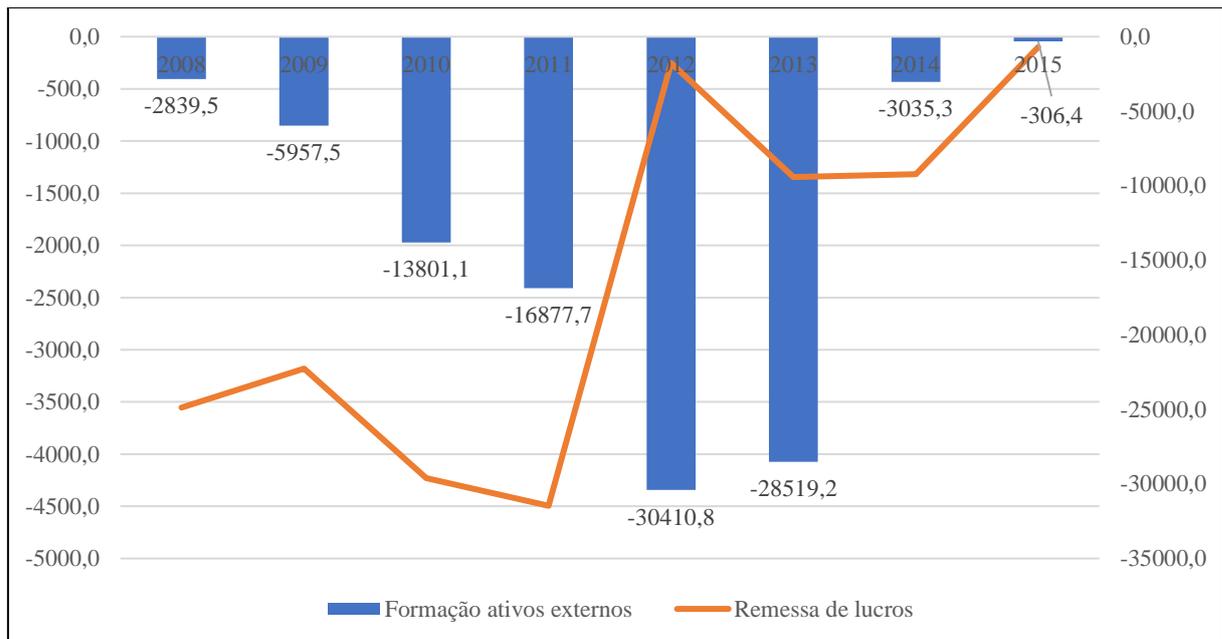
4.2. A derrocada kirchnerista

Conforme mencionado anteriormente, o câmbio em termos reais se apreciava, comprometendo a competitividade das exportações argentinas. Entretanto, outra marca deste cenário era a formação de expectativas de desvalorização cambial em termos nominais, que provocava fuga de capitais.

Dentro de um contexto de baixo Investimento Estrangeiro Direto (IED) e maiores remessas de filiais de multinacionais às suas matrizes, havia uma intensa fuga de capitais. Isso

em um cenário que havia baixas taxas de juros, piora nos resultados da balança comercial (ver mais adiante o gráfico 4.8), e aumento da demanda por divisas em virtude da elevada inflação; propiciaram a queda das reservas internacionais. A evolução das remessas de lucros e dividendos ao exterior e a formação de ativos externos podem ser observados no seguinte gráfico:

Gráfico 4.3 - Evolução da formação de ativos externos (eixo da direita) e da remessa de lucros e dividendos ao exterior (eixo da esquerda) no mandato CFK (valores em milhões de dólares).



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCRA.

Diante deste cenário, e do insucesso na aplicação das *retenciones* móveis, o governo CFK recorreu a medidas de controle cambial (que veio a ser conhecido de “*cepo cambiario*”), e que surtiu efeitos na queda das fugas de capitais, conforme pode ser analisado no gráfico anterior, e práticas comerciais protecionistas a fim de deter a queda das reservas e contornar a restrição externa que começava a se desenhar.

Entre as medidas que constituíram o *cepo cambiario* incluem-se exigência de declarações para a compra de moeda estrangeira (e limites mensais de compra na ausência destes documentos), impostos para compra de divisas para turismo, restrição para que empresas estrangeiras acessassem divisas para remeter capital de giro e dividendos às suas matrizes, redução da posição dos bancos privados (em que 20% do seu capital deveria em moeda estrangeira), restrições para compra de dólares que não estivessem ligados ao exercício de atividades produtivas e financeiras, etc (CHENA et al, 2018, pp.46-47).

Já entre as medidas comerciais, as de maior destaque são as licenças para importações (as *Declaraciones Juradas Antecipadas de Importaciones* - DJAIs) e a exigência para que as

empresas importadoras compensassem em exportações o valor das importações (CHENA et al, 2018, pp.44-45).

A principal consequência negativa do *cepo cambiario* foi a formação de um mercado paralelo (“dólar blue”). À medida que aumentava a brecha entre a cotação oficial e paralela, reforçavam-se as expectativas de desvalorização cambial. Além disso, a existência deste mercado paralelo induzia os agentes a incorrer na especulação financeira, e desestimulava o investimento privado (KULFAS, 2016, p.161).

Já no âmbito das políticas protecionistas, as DJAIs não cobriam mais que 15% das importações (KULFAS, 2016, p.160), e o esquema de compensações afetou setores que operavam em mercados *non-tradables*, criando mercados secundários de cotas de importação. Essas medidas não foram suficientes para a reverter a piora dos saldos comerciais. E estes por sua vez levavam a queda das reservas, ainda que o *cepo cambiario* tenha freado a demanda por divisas para fins especulativos e de poupança (CHENA et al, 2018, p.49). A evolução das reservas cambiais durante o mandato de CFK pode ser visto no seguinte gráfico:

Gráfico 4.4 - Evolução das reservas internacionais (em milhões de dólares) entre 2008 e 2015.

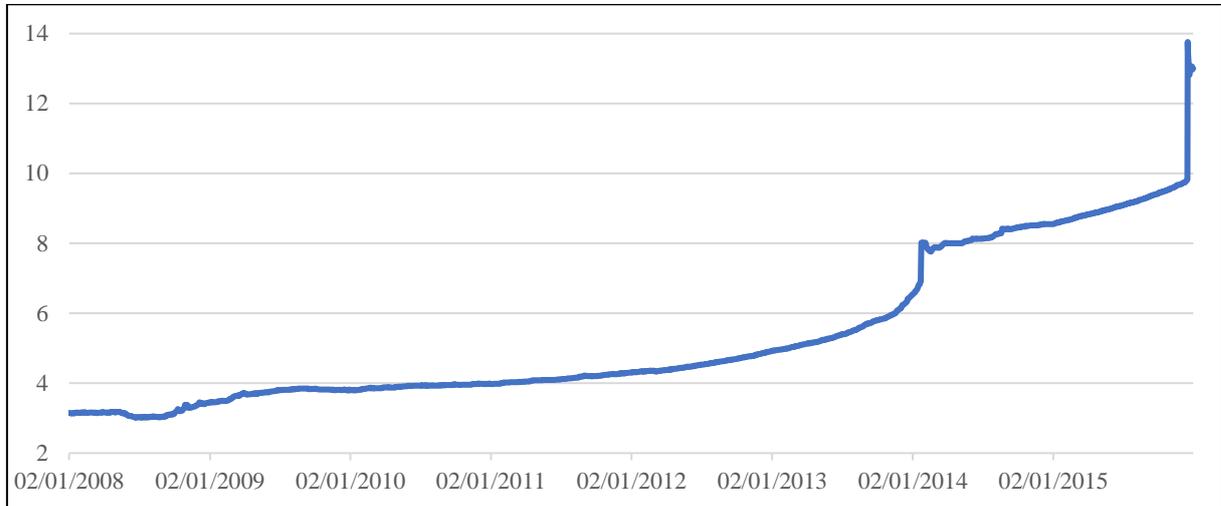


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCRA

Em 2013, o hiato entre a cotação oficial do dólar e do mercado *blue* já superava 50%. As expectativas de desvalorização consequentes levavam à postergação de liquidações por partes de importadores, superfaturação de importações e subfaturação das exportações, e apesar das medidas restritivas, havia, eventualmente, corridas cambiais. Apenas no início de 2014, buscou-se elevar as taxas de juros (em mais de 10 p.p) após uma significativa desvalorização da moeda (CARTAZZO, ESPAGNOL, PARRAUD; 2020; pp.45-46, e pode ser visto no gráfico 4.5). Frente a esse cenário, o governo buscou aproveitar o contexto de baixas taxas de juros

internacionais para tentar se reconciliar com os mercados financeiros, e conseqüentemente ter meios de acumular reservas e frear a corrida cambial.

Gráfico 4.5 - Evolução da taxa de câmbio nominal (peso/dólar no atacado) durante o governo CFK.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCRA.

Para isso, além das medidas citadas no parágrafo anterior, o governo deveria acertar os termos em relação à nacionalização da YPF (que envolvia o pagamento de indenizações à Repsol) e à reestruturação da dívida pendente de 2001, cujos credores eram representados pelo “Clube de Paris”.

É neste contexto que emerge o conflito com os “*fundos abutres*”, que ganha maiores contornos a partir da sentença do juiz Thomas Griesa, na Suprema Corte dos EUA, o qual se tornou um obstáculo para os planos de CFK e contribuiu para a manutenção da crise argentina.

Os fundos abutres receberam este nome pois compravam a preços baixos títulos de dívida de países que tinham dificuldades em honrar os pagamentos, apostavam que conseguiriam recuperar o valor original deles adicionado de juros acumulados pela via judicial e interferiam nas renegociações com outros credores (BRENTA, 2019, p.174). A decisão da Suprema Corte dos EUA obrigava o pagamento de aproximadamente 1,6 bilhão de dólares aos fundos abutres (que além de terem se recusado de participar das *canjes* de 2005 e 2010, tinham os títulos vencidos em torno de 80 milhões de dólares) e interpretava que a Argentina não poderia continuar recompensando os credores das dívidas já reestruturadas sem quitar as dívidas com os fundos abutres (KULFAS, 2016, p.70).

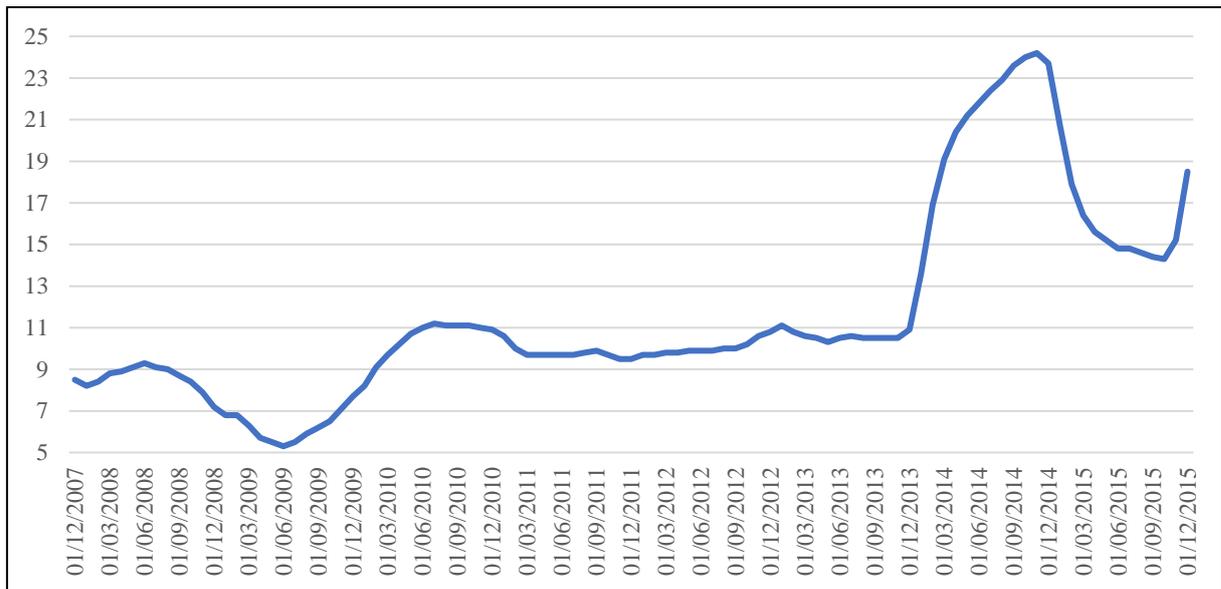
Cabe ressaltar ainda que a cláusula RUFO (mencionada no capítulo 3), que tinha vigência até 31 de dezembro de 2014, obrigava a revisão dos termos das renegociações de 2005 e 2010 nos mesmos moldes dos acordos com os fundos abutres. Nesse sentido, este conflito abortou as esperanças do governo CFK de ter adequadas relações com os mercados financeiros

internacionais, e a partir disso, contornar as vulnerabilidades externas com as quais a economia argentina estava convivendo.

4.3. A escalada inflacionária

Diante deste cenário, o gráfico 4.6 apresenta a evolução da inflação anual durante o mandato de CFK:

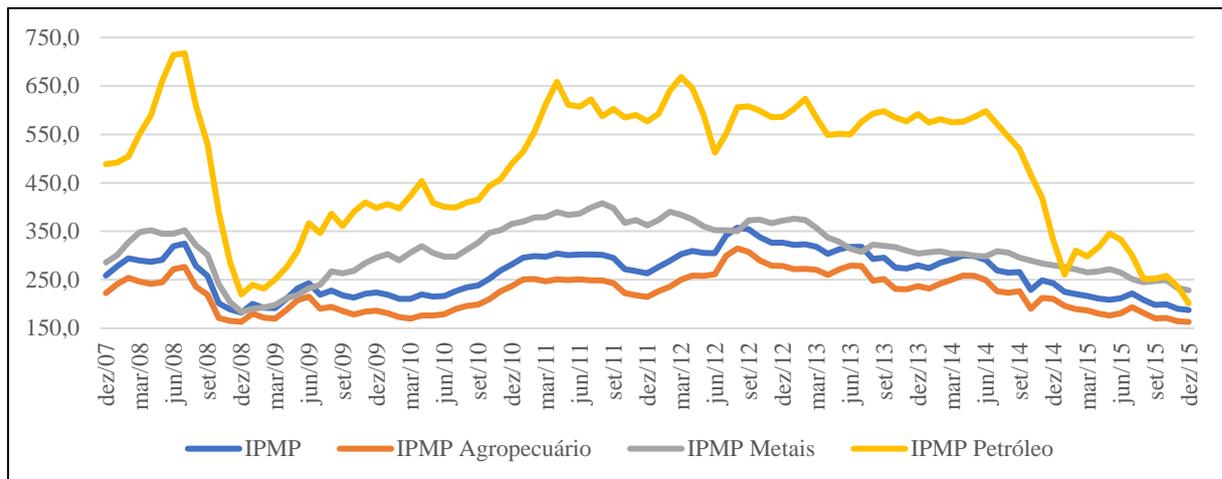
Gráfico 4.6 - Inflação anual (%) durante o mandato de CFK.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCRA.

Conforme salientado, o início do governo CFK foi marcado por um contexto de altos preços das *commodities*, que pressionavam a inflação e era o plano de fundo do conflito agrário. Devido à crise de 2008, os índices de *commodities* recuaram. Algumas delas como o petróleo recuperaram seu preço ainda em 2009, mas a partir de 2010, o índice IPMP argentino voltou a subir, o que ajuda a explicar a trajetória ascendente da inflação argentina após os efeitos recessivos da crise. O gráfico 4.7 evidencia o comportamento do IPMP ao longo do governo CFK, o qual mostra tendência de crescimento até alcançar um pico em agosto de 2012:

Gráfico 4.7 - Evolução de índices IPMP durante o mandato de CFK.

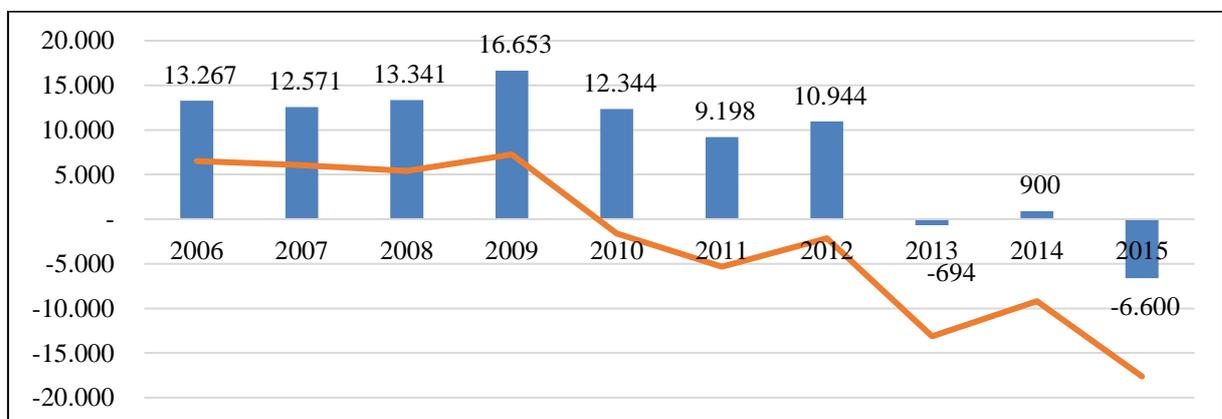


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCRA.

Além dos choques de *commodities*, pode-se dizer que a taxa de câmbio também foi um vetor externo da inflação, cuja trajetória foi apresentada no gráfico 4.5.

Assim, a taxa de câmbio real se apreciava, e visto que a inflação acelerava, o governo provocava minidesvalorizações cambiais de forma a tentar manter o câmbio real estável. Entretanto, as desvalorizações nominais não foram na magnitude suficiente para alcançar tal objetivo, uma vez que a tendência de apreciação não foi revertida (gráfico 4.2).

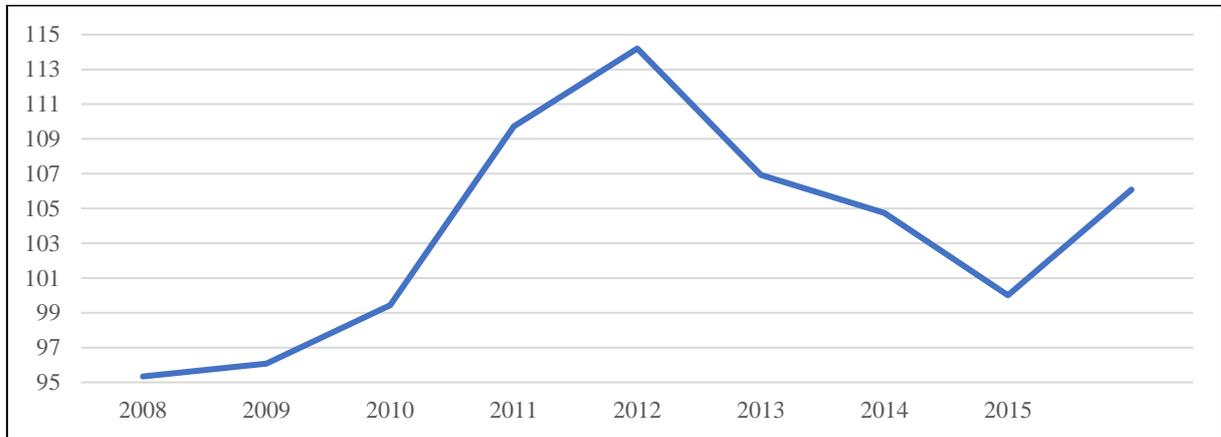
Dessa forma, as desvalorizações cambiais (nominais) não provocavam maiores saldos comerciais, e contribuía com a inflação ao encarecer produtos e insumos importados. Por outro lado, as exportações argentinas perderam competitividade, e aliado ao fim do *boom das commodities* e à consequente piora dos termos de troca, o país passou a ter progressivamente piores resultados na balança comercial, tornando-se negativa em 2013, e com déficits em transações correntes a partir de 2010. Estes resultados podem ser vistos nos seguintes gráficos: Gráfico 4.8 - Evolução do saldo comercial (colunas) e de transações correntes (linha, em milhões de dólares) durante o governo CFK.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Indec.

Aliado a isso, conforme pode ser visualizado no seguinte gráfico, a partir de 2012, a Argentina experimentava a piora dos seus termos de troca, o que está relacionado ao aumento dos déficits comerciais e em conta corrente:

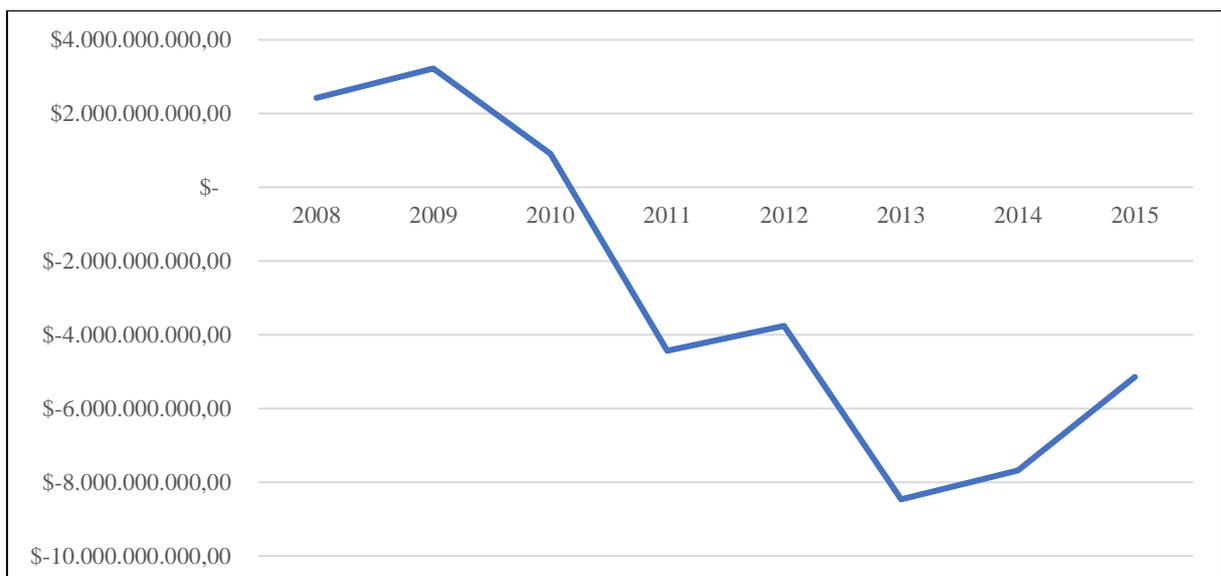
Gráfico 4.9 - Trajetória dos termos de troca da Argentina durante o governo CFK (base 2015=100).



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da UNCTAD

As debilidades no âmbito comercial devem-se à estrutura produtiva desequilibrada argentina e à falta de uma política industrial mais ampla que exercesse maior planejamento econômico. Um dos exemplos disto foram os crescentes déficits energéticos pelos quais o país atravessava. À medida que a economia convivia com altas taxas de crescimento no governo NK, incluindo nos setores industriais, a demanda por energia era cada vez maior, porém os investimentos neste setor não acompanhavam no mesmo ritmo, induzindo o país a importar energia. O gráfico a seguir mostra a evolução do saldo da balança energética argentina:

Gráfico 4.10 – Evolução do saldo da balança energética da Argentina durante o governo CFK, em dólares.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Mundial.

Kulfas (2016) e Wainer (2018) creditam esse cenário não só à falta de maior planejamento, mas também a uma política de sub-exploração por parte da YPF, que havia sido privatizada no governo Menem. Segundo os autores, a empresa não poderia servir como instrumento do Estado para política industrial e energética, e a empresa, sob uma lógica privada, realizava poucos investimentos para a busca de novas fontes, e sobrecarregava reservas já exploradas.

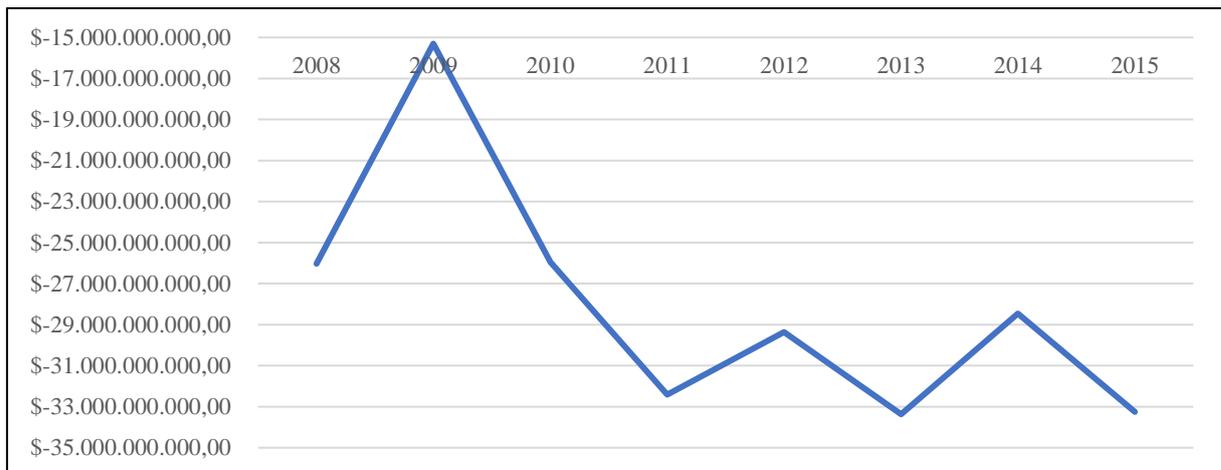
Para tentar superar esse quadro, em 2014, o governo comprou 51% das ações da empresa, levando à sua renacionalização. Entretanto, o ciclo kirchnerista não pôde se aproveitar dos novos investimentos da empresa e da descoberta dos hidrocarbonetos não convencionais de *Vaca Muerta*, que futuramente aliviariam a balança energética argentina.

Além disso, o governo entendia que para a manutenção do modelo de crescimento, eram necessários subsídios aos combustíveis e à eletricidade para que os agentes tivessem acesso à energia barata (incluindo a classe média alta e empresas grandes, dando um caráter regressivo para os subsídios), e que a carência de energia não se tornasse um gargalo ao crescimento econômico.

Embora muitos autores como Cartazzo, Espagnol e Parraud (2020) ressaltem o impacto fiscal desses subsídios como vetores para a inflação, deve-se afirmar que eles contribuíam para uma demanda crescente por energia, e que dada a estrutura produtiva do país, acarretava maiores importações, contribuindo, portanto, para a volta da restrição externa (KULFAS, 2016, p.198). Este mesmo autor também ressalta que as importações de gás natural, *gasoil* e *fueloil* foram responsáveis por cerca de 70% do consumo de reservas internacionais do BCRA entre 2010 e 2013 (p.197).

Somado a isso, mesmo passando por uma recuperação industrial, tanto em termos de produto, emprego e exportação; a Argentina não passou de fato por uma mudança estrutural na economia, fato este relacionado a uma falta de planejamento mais amplo nas políticas industriais. Este problema se reflete (além do já citado pouco planejamento energético) na persistência de déficits industriais. O gráfico a seguir evidencia essa problemática:

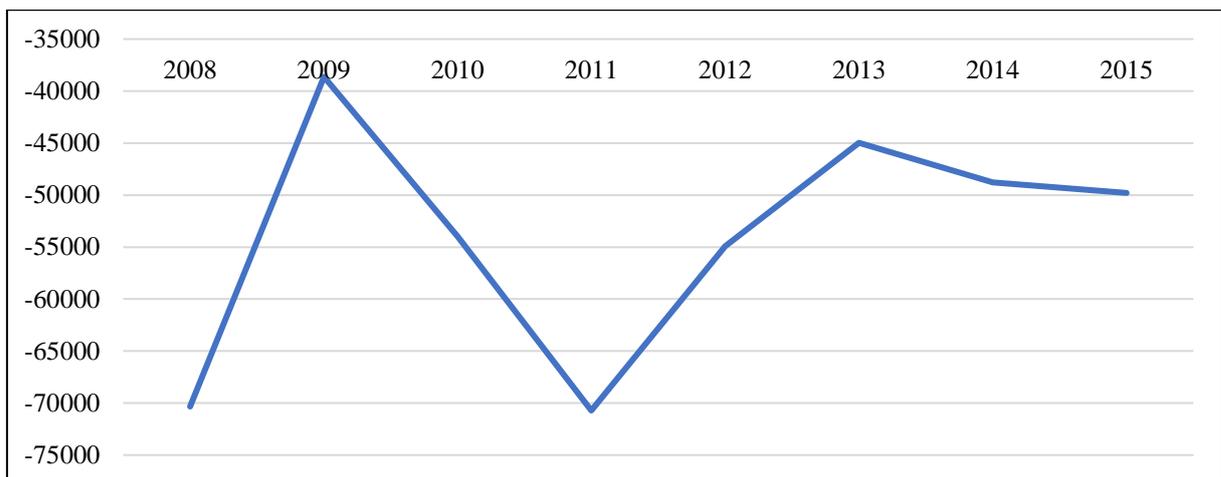
Gráfico 4.11 – Saldo comercial de bens manufaturados na Argentina nos anos CFK, em dólares.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Mundial

Tal fenômeno é agravado ao se observar os déficits para bens de capital:

Gráfico 4.12 – Saldo comercial para bens de capital nos anos CFK, em milhões de pesos de 2004.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Indec.

Dois exemplos paradigmáticos que Kulfas (2016) e Wainer (2018) citam sobre a indústria argentina que reforçam esta problemática são a indústria automobilística e eletrônica, às quais possuem elevado coeficiente de importação.

Nesse sentido, a indústria automobilística passou a produzir carros mais avançados tecnologicamente que os produzidos na década de 1970, porém possuía muito menos conteúdo nacional e menos efeitos de encadeamento dentro da Argentina, uma vez que este impulso se deu no contexto neoliberal da década de 1990, o qual se pregava a integração produtiva automobilística com os países do Mercosul. Assim, Kulfas (2016) ressalta que na década de 2000, a produção de automóveis chegou a uma média de 57000 unidades por ano, mas com apenas cerca de 30% de conteúdo nacional (p.190).

Analogamente, a indústria eletrônica possuía ainda mais controvérsia. Ela se baseava em um regime de elevados incentivos tributários para a instalação de fábricas na província da Terra do Fogo; porém, se tratava de atividades majoritariamente de montagem, que incorporavam pouco valor agregado, e não havia um sistema de produção nacional de componentes.

Assim, Schorr & Porceli (2014) estimam que este setor foi responsável por 6,1% das importações argentinas em 2013, e Levy Yeyati & Castro (2012) levantam que em 2012, ela possuía uma balança comercial deficitária na ordem de 4 bilhões de dólares e consumia 70% dos recursos da política industrial do Ministério da Indústria, ao mesmo tempo que eles não alcançavam sequer 0,5% do emprego total do país.

4.4. Conclusões preliminares

Em suma, pode-se inferir que CFK implementou medidas anticíclicas como forma de contornar a crise de 2008, e permaneceu com uma agenda que privilegiava altas taxas de crescimento, em que certos aspectos se encontravam presentes: recorrência constante às reservas internacionais, introdução de controle sobre divisas, baixos níveis de taxas de juros, subsídios à energia elétrica e aos combustíveis e expressivo gasto público (que não se traduzia em investimento).

Estas medidas se deram em um contexto econômico diferente dos anos NK, em que houve o fim do *boom das commodities*, piora nos termos de troca, apreciação real da taxa de câmbio, progressivos resultados negativos no saldo comercial e de transações correntes (em um cenário que o país possuía dificuldades de financiá-los, especialmente após a eclosão do conflito com os fundos abutres) e redução da capacidade ociosa. Este conjunto de fatores tornava um campo propício para a reparação da restrição externa, que por sua vez contribuía para a aceleração inflacionária.

Além disso, em linha com a abordagem do estruturalismo latino-americano, a falta de mudança estrutural da economia argentina contribuiu para a volta da restrição externa. A indústria argentina era altamente dependente da manutenção de uma taxa de câmbio desvalorizada, e perdeu competitividade à medida que ela se apreciava em termos reais; além de possuir elevado nível de importações.

A fim de manter esse modelo, e evitar interromper períodos de significativo crescimento econômico na estrutura produtiva descrita, o BCRA consumiu reservas internacionais, favorecendo a desvalorização nominal do câmbio e conseqüentemente gerando choques

externos que impactam a inflação. Dessa forma, mesmo quando o *boom de commodities* cessou, permaneceram os choques externos sob outra configuração.

A desvalorização nominal do câmbio também se amplificou graças às expectativas de desvalorização, que foram frutos da emergência do mercado *blue*, consequência do *cepo cambiário*. Apesar de ajudar a conter a saída de capitais após sua implementação (gráfico 4.3), o papel sobre as expectativas tornou possível mais um vetor para a inflação.

Somado a isso, dada a estrutura produtiva, as políticas econômicas eram responsáveis por uma demanda agregada crescente, e a falta de uma política industrial adequada (especialmente às relacionadas com as capacidades energéticas) não permitiu um avanço da oferta no mesmo ritmo, pressionando a inflação.

Outrossim, o conflito distributivo ajudava a propagar a inflação na medida que a burguesia industrial não conseguia manter a lucratividade do período NK. No novo governo, o nível de emprego aumentava e os salários cresciam mais rápido que o aumento da produtividade. Restava apenas o aumento do nível de preços para manter a lucratividade, e quando feita de forma generalizada, provocava aumento da inflação (WAINER, 2018, pp.332-333).

Portanto, era necessário que o governo CFK (bem como o antecessor) tomasse medidas que intentassem a mudança estrutural da economia, a partir de políticas industriais que privilegiassem amplos efeitos de encadeamento dentro da Argentina, e envolvesse vários atores públicos a fim de implementar uma política mais coordenada. Ademais, também era necessário que o governo CFK aplicasse medidas que não deixassem a demanda agregada subir demais, diante de novas circunstâncias econômicas.

Como dito anteriormente, praticaram-se baixos níveis para a taxa básica de juros argentina durante boa parte dos mandatos de CFK, além de grandes volumes de subsídios à energia. Diante disso, a reconfiguração dessa estrutura de subsídios (de modo a pelo menos torná-la progressiva) e uma política monetária mais contracionista poderiam ter sido testadas, a fim de evitar desequilíbrios entre oferta e demanda. Ademais, estas medidas seriam proveitosas, pois evitaria ajustes sobre a AUH e a reforma previdenciária, que foram políticas importantes para a recuperação da crise de 2008, e contribuíram para a queda da pobreza e das desigualdades.

Assim, a partir do próximo capítulo será analisado o governo de Maurício Macri, que será responsável por uma mudança drástica na agenda econômica, rumando para um regime

mais liberal. Entretanto, ao fazer um diagnóstico equivocado sobre a inflação argentina, ele será responsável por sua aceleração.

5. Houve mudança no problema inflacionário no governo Macri (2015-2019)?

Finalmente, após doze anos de kirchnerismo, a Argentina voltou a ter um governo de orientação neoliberal, encarnado na figura de Maurício Macri, pertencente à chapa *Cambiemos*, a partir de dezembro de 2015. Nesse sentido, o governo eleito julgava que havia demasiada intervenção do Estado na economia argentina, o que demandava uma grande reorientação do que Frederico Sturzenegger (2019) (que por sinal foi presidente do BCRA em parte do mandato) chamava de “agressiva maquinaria estatal”, em que este poderia ser comparado a Golias enquanto a chapa *Cambiemos* seria Davi (p.1).

Esta reorientação passaria por desarmar diversos mecanismos estatais que faziam parte do leque de ferramentas kirchneristas para manter seu padrão de crescimento econômico. O que a equipe de Macri esperava a partir dessas reformas era ter um regime financeiro e comercial mais liberal, já que segundo sua visão, isso contribuiria para um melhor “ambiente de negócios” e permitiria uma “chuva de investimentos” no país (FREITAS; GHIBAUD; CRESPO, 2021, p.4).

Na interpretação do governo, estas medidas ajudariam a captar poupança externa, mas também era preciso aumentar o nível de poupança doméstica como forma de garantir o crescimento no longo prazo. Assim, o governo deveria reduzir os déficits públicos. Portanto, era preciso que o arranjo macroeconômico fosse “crível”, dentro de um cunho ortodoxo, de modo a ancorar as expectativas.

Além disso, também se acreditava que a redução e eliminação de déficits públicos era imprescindível para alcançar outro objetivo: o controle inflacionário. Nesse sentido, o governo não via a restrição externa e os choques externos como as causas principais da inflação, e inclusive seria um dos pilares do novo arranjo macroeconômico a livre flutuação cambial (FREITAS; GHIBAUD; CRESPO, 2021, p.3).

Dessa forma, este capítulo analisará como a visão de mundo liberal do novo ciclo político orientou as políticas econômicas, que possuíam muitas divergências das adotadas durante os governos kirchneristas. Após isso, e de analisar brevemente os resultados em matéria de crescimento econômico, será analisado como estas medidas (e o cenário externo) contribuíram para a aceleração inflacionária, que foi mais intensa durante o primeiro ano de mandato e a partir de meados de 2018.

5.1 O choque macrista e seu relaxamento

Conforme mencionado anteriormente, o governo Macri entendia que captar recursos do exterior era essencial para que o país crescesse de maneira sustentável, se afastando do que era entendido como “populismo” por parte dos governos Kirchners. Assim, voltava-se à questão da normalização das relações com os mercados financeiros internacionais, dentro de um contexto no qual a decisão da Suprema Corte dos EUA implicava no bloqueio dos pagamentos aos credores das *canjes* de 2005 e 2010, e por causa disso, havia a necessidade de resolução dos conflitos com os fundos abutres. Entretanto, mesmo antes desse assunto ser resolvido, Macri já impunha medidas de liberalização financeira e do fluxo de capitais, revertendo o *cepo cambiario*.

Neste sentido, pode-se citar que qualquer indivíduo pôde comprar divisas no valor de até 2 milhões de dólares por mês sem nenhuma autorização prévia, e sem discriminação pelo motivo da compra (sendo que em maio de 2016, este valor passou para 5 milhões, e em setembro, passou a não haver mais limites). Outra medida que deu maior flexibilidade à entrada de capitais foi a redução de 365 para 120 dias como tempo de permanência mínimo de capitais financeiros no país (que logo seria eliminado em janeiro de 2017) (WIEZBA & PAFUNDO, XX, pp. 220-221).

Pode-se ainda citar a eliminação de limites de pagamentos às importações, aumento para 1825 dias para a liquidação das divisas de exportação (que não precisariam mais ser liquidadas a partir de novembro de 2017), eliminação dos encaixes de 30% em depósitos não remunerados e também do prazo mínimo de 365 dias para IED permanecer no país, e permissão de operações de arbitragem e de contas em dólares dentro da Argentina (WIEZBA & PAFUNDO, XX, pp.222-224).

Outra medida financeira, e que tinha consequências sobre a economia real, foi a desarticulação do programa *Línea de Crédito para la Inversión Productiva*, que obrigava bancos a destinar pelo menos 7,5% dos seus depósitos privados a empréstimos ao setor produtivo, especialmente a pequenas e médias empresas, a uma taxa de juros subsidiada de 18%. Após a revisão do programa, o alcance passou a ser menor e a taxa de juros aumentou para 22% (WIEZBA & PAFUNDO, XX, p.226).

Paralelamente a esta liberalização financeira, o governo normalizou as negociações com os *fundos abutres*, no valor de 9,3 bilhões de dólares, havendo um desconto de 25% sobre o montante reclamado pela sentença de Griesa. A aprovação da lei pelo congresso que autorizava os pagamentos foi marcada por intensos debates, no qual a ala governista argumentava que isso

era imprescindível para a volta do país aos mercados financeiros internacionais, incluindo o imediato fim do bloqueio dos pagamentos aos credores das *canjes* antigas que estavam bloqueados por mais de um ano, além de incentivar pagamentos estrangeiros a obras de infraestrutura (BRENTA, 2019, pp.194-195).

Também nos primeiros meses de governo, houve reversões na dimensão comercial no caminho de um Estado mais liberal. Assim, as DJAIs (que sequer tinham sido suficientes para contornar os déficits comerciais) foram eliminadas, e as *retenciones* reduzidas (sendo canceladas para determinados artigos) (VANOLI; CIBILIS; ALLAMI, 2018, p.7). Outra marca do choque de liberalização foram os reajustes de tarifas públicas, incluindo a redução dos subsídios aos combustíveis e à energia (*tarifazos*), visando a redução do déficit público (FREITAS; GHIBAUD; CRESPO, 2021, p.6).

Quanto às políticas macroeconômicas, o governo estava comprometido com a adoção de um câmbio flutuante, provocando um ajuste da taxa na ordem de 40% em apenas um dia (AMICO, 2020, p.56), e um regime tradicional de metas de inflação, que seria executado de fato a partir de 2017. A equipe econômica interpretava que, dentro dos marcos ortodoxos, seria uma forma de combate à inflação com mais credibilidade que o regime de metas quantitativas então vigente, e outras formas como políticas de renda e de salários (STURZENEGGER, 2019, p.11).

É também importante ressaltar a grande ênfase que o novo governo dava à política fiscal. A equipe acreditava que os recorrentes déficits fiscais experimentados no governo CFK eram os principais responsáveis pela elevada inflação. Além disso, na medida que este desafio fosse bem-sucedido, o governo acreditava que conseguiria com maior facilidade financiamento externo que seria de grande importância para o empreendimento do seu programa econômico. Entretanto, segundo Sturzenegger (2019), havia um consenso entre os formuladores de política do governo de que este ajuste deveria ser gradual.

Isso porque a equipe interpretava que ajustes mais rápidos poderiam desgastar precocemente Macri, que já era visto com desconfiança devido às consequências potencialmente impopulares que as medidas defendidas poderiam causar. Assim, esperava-se poupar capital político para o futuro em caso de necessidade frente a eventuais turbulências (pp.5-6). Neste cenário, eram projetados menores déficits, o qual buscar-se-ia financiá-los por meio do endividamento externo, e acreditava-se que o principal vetor para alcançar tal objetivo seria a redução de subsídios.

Nota-se a estratégia intencional de endividamento externo, que teriam a função inclusive de financiar os déficits primários argentinos. Isso se dava pois considerava-se que a monetização *per se* era inflacionária (e a principal causa da inflação recente no país) e que o aumento da dívida pública interna poderia exigir maiores taxas de juros e provocar o efeito *crowding-out*, além de poder ser interpretada pelos credores internacionais como uma dívida insustentável que atrapalharia, portanto, a captação de poupança externa. Logo, o endividamento externo seria menos custoso (ainda levando em consideração que neste momento, praticavam-se baixas taxas de juros nos países centrais) (AMICO, 2020, pp.53-54).

Em termos de crescimento econômico, 2016 foi marcado por uma queda do PIB de 1,8%, resultado de medidas de retração da demanda, conforme desejado. Os reajustes dos preços controlados e a queda das *retenciones* levaram a um aumento do custo de vida da população, que contribuiu para a queda do consumo, e os investimentos não responderam ao “choque de confiança” que o governo empreendeu (FREITAS; GHIBAUD; CRESPO, 2021, p.7).

Outrossim, o déficit primário aumentou de -3,9% do PIB para -4,6%. Ainda que os gastos com subsídios tenham se reduzido, as transferências para o setor privado aumentaram, de modo que os gastos se mantiveram estáveis. Ao mesmo tempo houve uma queda da receita de 20,6% do PIB para 20,2%, que pode ser creditado à queda da atividade econômica e de diversos impostos, principalmente as *retenciones* (FREITAS; GHIBAUD; CRESPO, 2021, pp.7-8).

É importante também salientar que o reingresso da Argentina aos mercados financeiros internacionais provocou um aumento da dívida externa do país, e que os vencimentos de capitais e juros previstos para 2016 e 2017 eram da ordem de 2,46% do PIB, o qual 75% denominado em moeda estrangeira (sendo aproximadamente 36,7 bilhões de dólares e 2,5 bilhões de euros para o ano de 2016), sem contar os acordos com os fundos abutres (BRENTA, 2019, p.199-200).

O ano de 2017 seria marcado como o primeiro em que o regime de metas de inflação iria vigorar, e como o único em que haveria crescimento econômico, bem como desaceleração inflacionária, como se verá adiante. Isso se dará devido ao que Amico (2020) cunhou de “populismo tardio”, no qual Macri relaxou as medidas ortodoxas, e praticou políticas de estímulo à demanda a fim de favorecer sua chapa nas eleições legislativas (p.55).

Neste ano, houve aumento dos gastos em programas sociais e aposentadorias. Além disso, a valorização do câmbio e a desaceleração inflacionária permitiram um aumento do poder

de compra (especialmente dos indivíduos mais pobres), favorecendo assim, o aumento do consumo. Este ano também marca o único durante o mandato de Macri em que a formação bruta de capital fixo tenha aumentado, mesmo tendo havido nesse ano uma queda no investimento público. As exportações não se alteraram significativamente, e o aumento das importações favorecidas pela apreciação cambial levou à aparição de déficits comerciais. Porém, a entrada de fluxos de capitais após a reabilitação argentina nos mercados financeiros não provocou problemas cambiais neste momento (FREITAS; GHIBAUD; CRESPO, 2021, pp.9-11).

Contudo, ainda em 2017, mas passadas as eleições, houve uma mudança na política macroeconômica. A apreciação cambial estava provocando o aumento dos salários reais, e as rentabilidades empresariais estavam decaindo. Diante disso, o BCRA alterou as metas de inflação (de 10% anual para 15%), para permitir uma queda nas taxas de juros e possibilitar, a partir disso, uma elevação na taxa de câmbio. Assim, o BCRA interveio no mercado cambial ao mesmo tempo que preconizava que deveria haver livre flutuação cambial (AMICO, 2020, pp.59-60).

5.2. Evidenciam-se as vulnerabilidades externas

A partir do início de 2018, passou a haver maior pessimismo do mercado para com o governo Macri, baseado no fato de a Argentina estar cada vez mais se endividando em moeda externa, e não ter sua capacidade de arrecadação de divisas aumentando em ritmo parecido. Isso ajuda a explicar o racionamento de crédito externo ao país algumas semanas depois da colocação de mais títulos de dívida denominadas em moeda estrangeira no valor de 9 bilhões de dólares emitidos em janeiro de 2018 (AMICO, 2020, p.60). Soma-se a isso o fato de que as taxas de juros nos EUA aumentaram, o que prejudicou a situação de países que financiavam seus déficits em conta corrente a partir de dívidas externas (VANOLI; CIBILIS; ALLAMI, 2018, p.10).

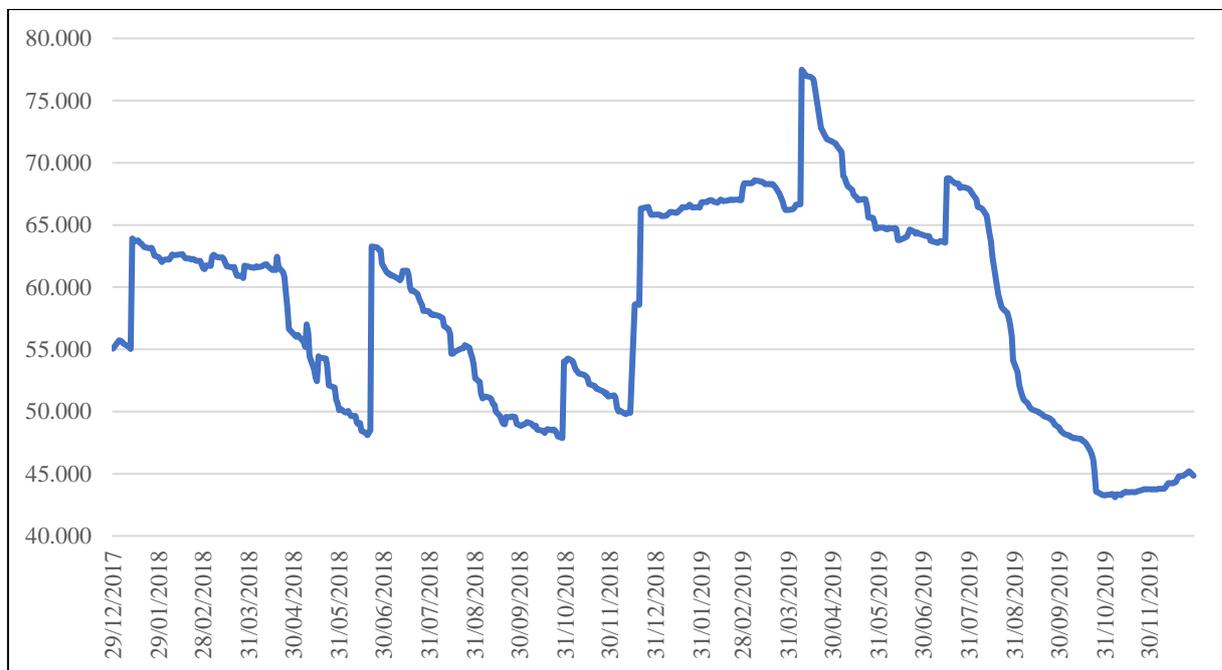
Apesar de inicialmente a entrada de dólares proporcionada por esses títulos tenham se traduzido em um aumento das reservas internacionais na ordem de 8,8 bilhões de dólares, elas passaram a cair progressivamente, devido a fuga de capitais posteriores, e provocou a subida da taxa de câmbio de 18,6 pesos/dólar para 20 no fim de fevereiro de 2018. A inflação aumentava, e mais uma vez houve uma correção na meta de inflação para 20% ao ano, e foi

anunciado que caso as saídas de capitais persistissem, as taxas de juros seriam aumentadas (BRENTA, 2019, p.209).

Tal situação veio a ocorrer no final de abril de 2018, quando houve uma venda recorde de dólares por parte do BCRA em um único dia (aproximadamente 1,47 bilhão), motivando a subida da taxa de juros de 27,5% para 40%. O BCRA passou a ser mais ativo na política cambial, a fim de evitar desvalorizações mais bruscas, mas isso não foi suficiente, e as fugas de capitais continuaram ocorrendo, chegando ao ponto de o regime de metas inflacionárias ser abandonado. Diante deste cenário crítico, e das altas das taxas de juros dos países centrais e do preço do petróleo, o governo Macri solicitou uma nova linha de financiamento ao FMI (BRENTA, 2019, pp.210-211).

O acordo seria no valor de 50 bilhões de dólares, o maior da história argentina em termos nominais, no qual o desembolso inicial seria de 15 bilhões, e apenas metade poderia ser usado para estabilizar o câmbio. Apesar disso, a corrida cambial não cessou, e a tendência de baixa das reservas se manteve, a despeito do BCRA continuar elevando os juros e do recebimento das novas parcelas do FMI, como se pode observar nos seguintes gráficos:

Gráfico 5.1 - Evolução das reservas cambiais (em mil dólares) a partir de 31/12/2017, quando a tendência de fuga de capitais aparece



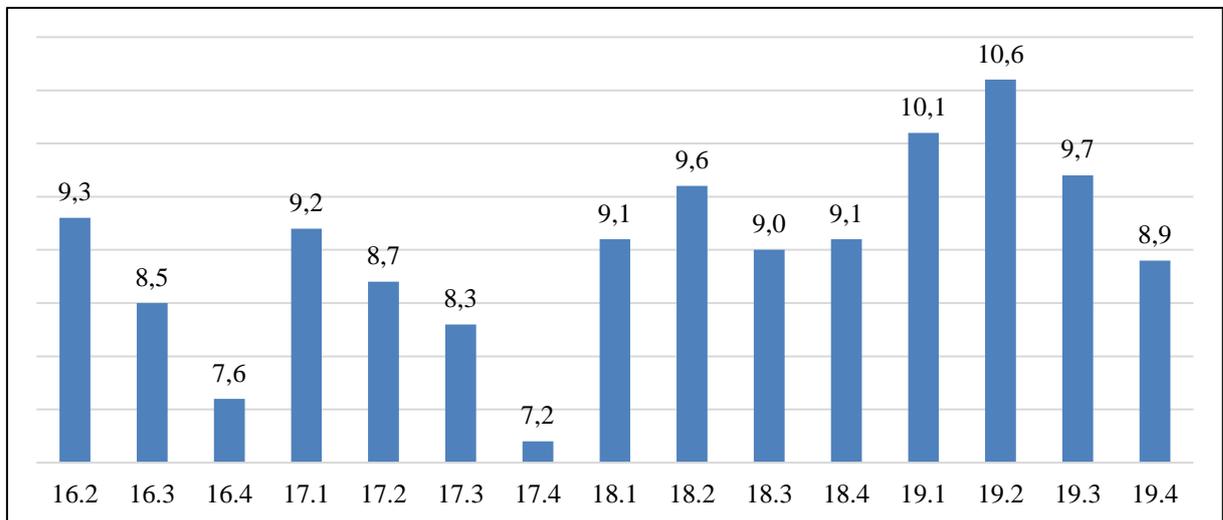
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCRA.

Apenas três meses depois foi estabelecido mais um acordo condicionado a uma política de austeridade mais intensa e a restrições do BCRA para atuar no mercado cambial. Embora esta retirada do BCRA da atuação da política cambial tenha “estabilizado” em termos relativos

as intensas fugas de capitais que ocorriam nos meses anteriores (AMICO, 2020, p.61), foi ao custo de uma grande desvalorização cambial (que chegou a 100% entre os finais dos meses de abril e setembro) com fortes consequências para a inflação, como será discutido posteriormente.

Por fim, em meados de 2019, dentro do contexto da corrida eleitoral, as chances maiores de derrota do *Cambiemos* e da iminente vitória da chapa kirchnerista provocaram uma piora das expectativas e uma consequente nova corrida ao dólar. Este cenário de constante desvalorização cambial e crescimento da especulação financeira foi responsável por um cenário recessivo na Argentina, a ponto de o governo ter declarado *default* seletivo sobre parte da dívida denominada em pesos (FREITAS; GHIBAUD; CRESPO, 2021, p.17). O desemprego chegou a ultrapassar a marca dos 10% neste biênio, como pode ser visto no gráfico a seguir:

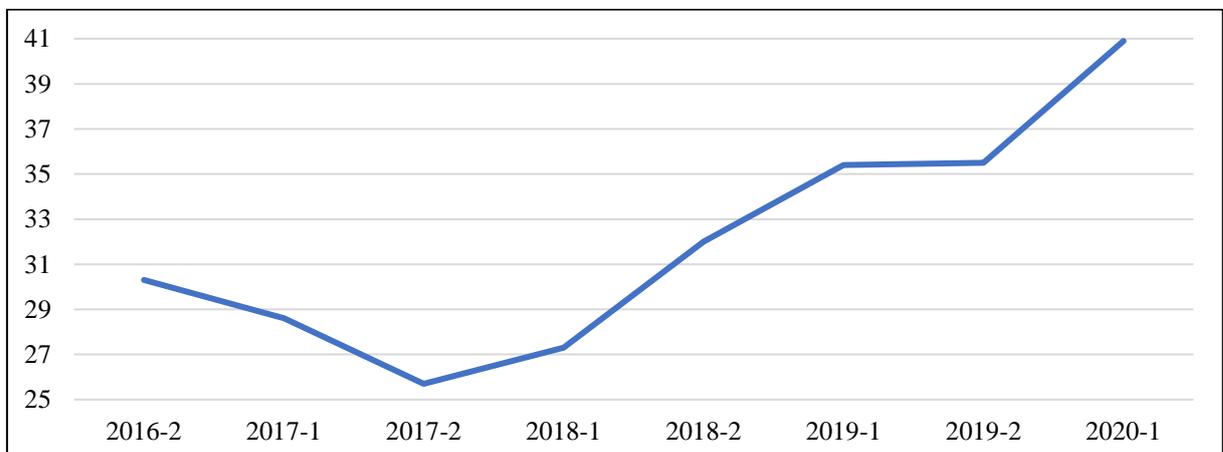
Gráfico 5.2 - Trajetória da taxa de desocupação trimestral (%) ao longo do governo Macri.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Indec.

Somado a isso (e também como consequência), mais de 40% da população estava abaixo da linha da pobreza:

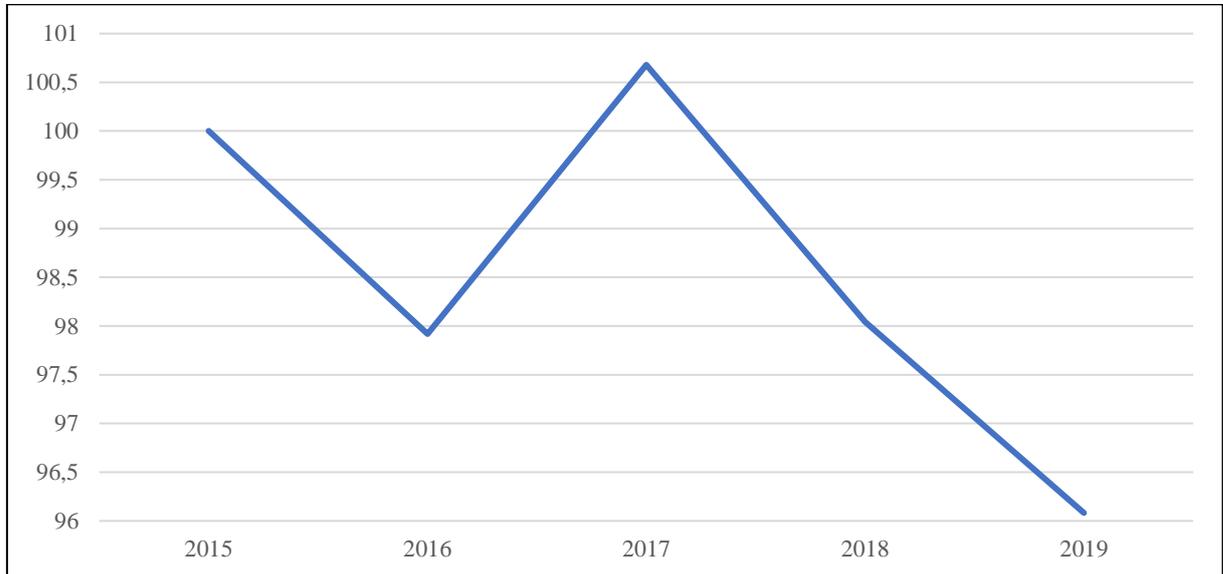
Gráfico 5.3 - Evolução do índice de pobreza (%) ao longo do Governo Macri.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Indec.

Já observando a trajetória do crescimento, observa-se que o PIB caiu 2,5% e 1,3% em 2018 e 2019, respectivamente:

Gráfico 5.4 - Evolução PIB (a preços constantes de 2004, base 2015=100) entre 2015 e 2019



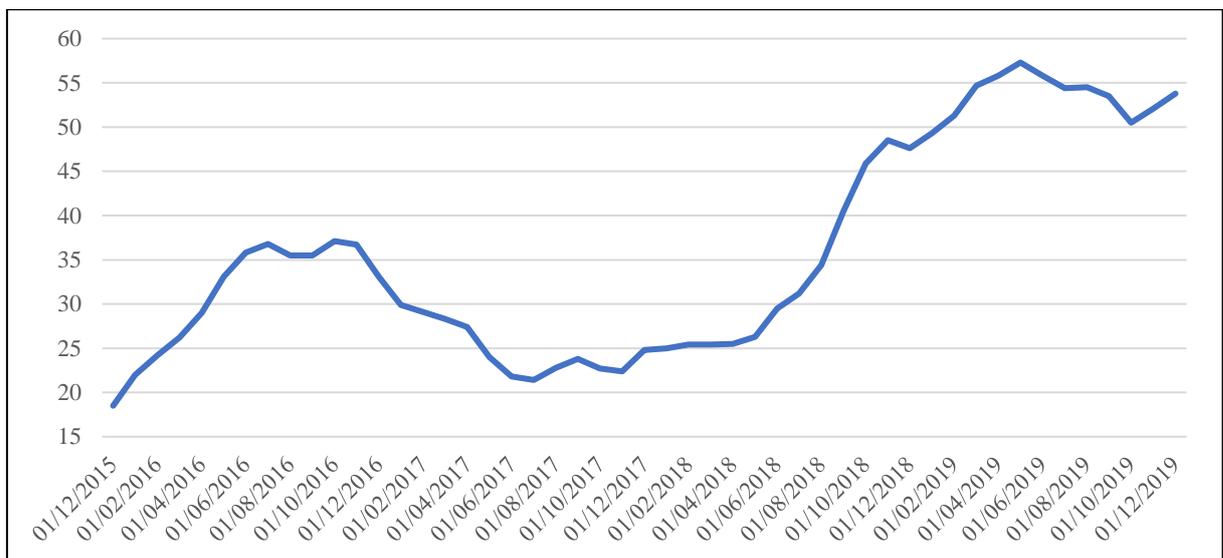
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Indec.

Em suma, na esfera real da economia, inúmeros indicadores evidenciam um desempenho fraco da produção e emprego do país, que aliado ao contexto inflacionário resulta em uma grave deterioração econômica.

5.3. A escalada inflacionária

Já na dimensão da inflação, pode-se constatar a seguinte trajetória ao longo do mandato de Macri:

Gráfico 5.5 - Inflação anual (%) durante o governo Macri



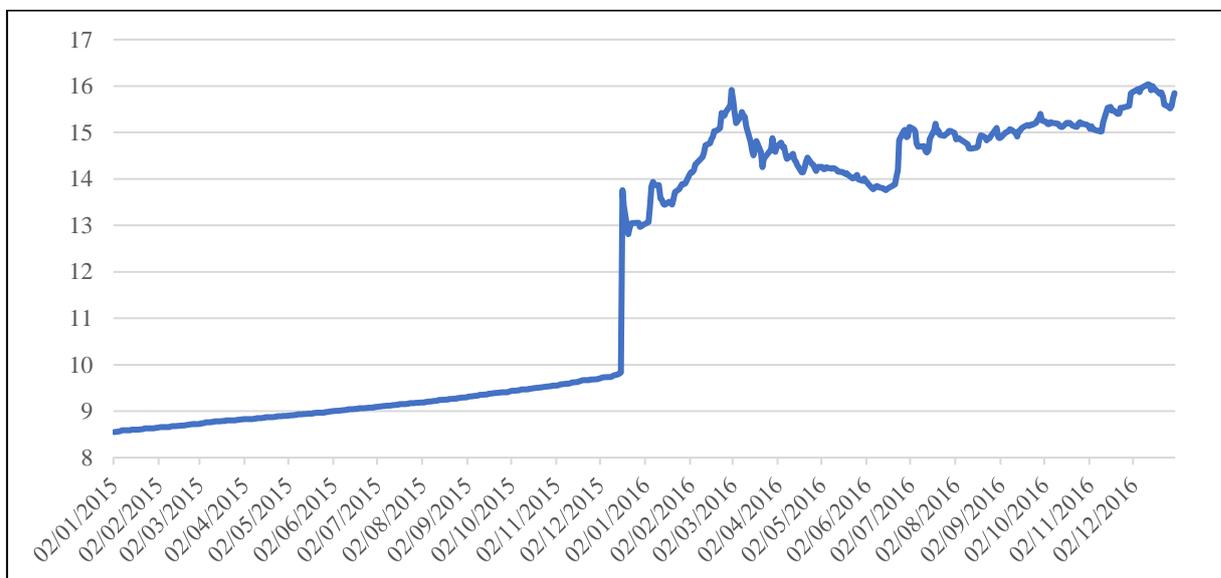
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCRA.

Percebe-se que já no primeiro ano houve uma aceleração consistente da inflação, alcançando um pico em meados de outubro de 2016. Isto se deu no cenário descrito de políticas de choque empenhadas por Macri. Uma dessas dimensões foi a redução das *retenciones* e dos subsídios aos combustíveis e energia, e reajuste de seus preços, além da desvalorização cambial.

É importante lembrar que o governo CFK relutou em praticar estas medidas, uma vez que isso iria apresentar entraves ao crescimento econômico e elevação abrupta da inflação. Segundo Amico (2020), os aumentos das tarifas de eletricidade foram em média 235%, e para o gás, 147%. Isto, evidentemente, aumentou os custos de produção, e contribuiu para uma inflação de 34% sobre os alimentos, por exemplo (p.57).

Somado a isso, Macri realizou uma liberalização financeira esperando a atração de capitais para a Argentina. Todavia, no primeiro momento, sem a construção de um aparato macroeconômico ou planejamento mais sólido, houve fuga de capitais, como era de se esperar devido ao grande hiato entre a cotação oficial do dólar e a registrada no mercado *blue*, favorecendo a desvalorização cambial, que por sua vez pressionava a inflação aliado ao *tarifazo*. Ao mesmo tempo, não vieram os maciços Investimentos Estrangeiros Diretos que o governo Macri esperava atrair a partir das novas políticas macroeconômicas. A trajetória do câmbio (no atacado) ao longo de 2015 e 2016 pode ser visualizado no seguinte gráfico:

Gráfico 5.6 - Trajetória da taxa de câmbio nominal no atacado (pesos/dólar) ao longo de 2015 e 2016



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCRA.

O gráfico ilustra a tendência à depreciação do câmbio nominal, que já era patente no último ano de governo CFK, e a maxidesvalorização decorrente da liberalização financeira iniciada ainda em dezembro de 2015 com a posse de Macri, além da manutenção da tendência

de depreciação ao longo de 2016. Outro ponto que é de destaque é o visível aumento da volatilidade do câmbio após a liberalização financeira.

Após o choque inicial, e justamente no período do populismo tardio, a inflação desacelerou a despeito de ter havido aumento do gasto público, fato que põe em xeque o ideário da própria equipe econômica. Quanto a isso, analisa-se no seguinte gráfico a tendência da taxa de câmbio ao longo de 2017:

Gráfico 5.7 - Trajetória da taxa de câmbio nominal (no atacado em pesos/dólares) entre dez/16 e dez/17.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCRA.

Torna-se explícito que a tendência de apreciação do câmbio se dá ao longo dos primeiros cinco meses do ano, e que a partir de maio ela é revertida. Ao se analisar junto com o Gráfico 5.5, também se pode depreender que neste momento a inflação desvia da tendência de desaceleração, indicando uma correlação entre as trajetórias da taxa de câmbio e da inflação neste período.

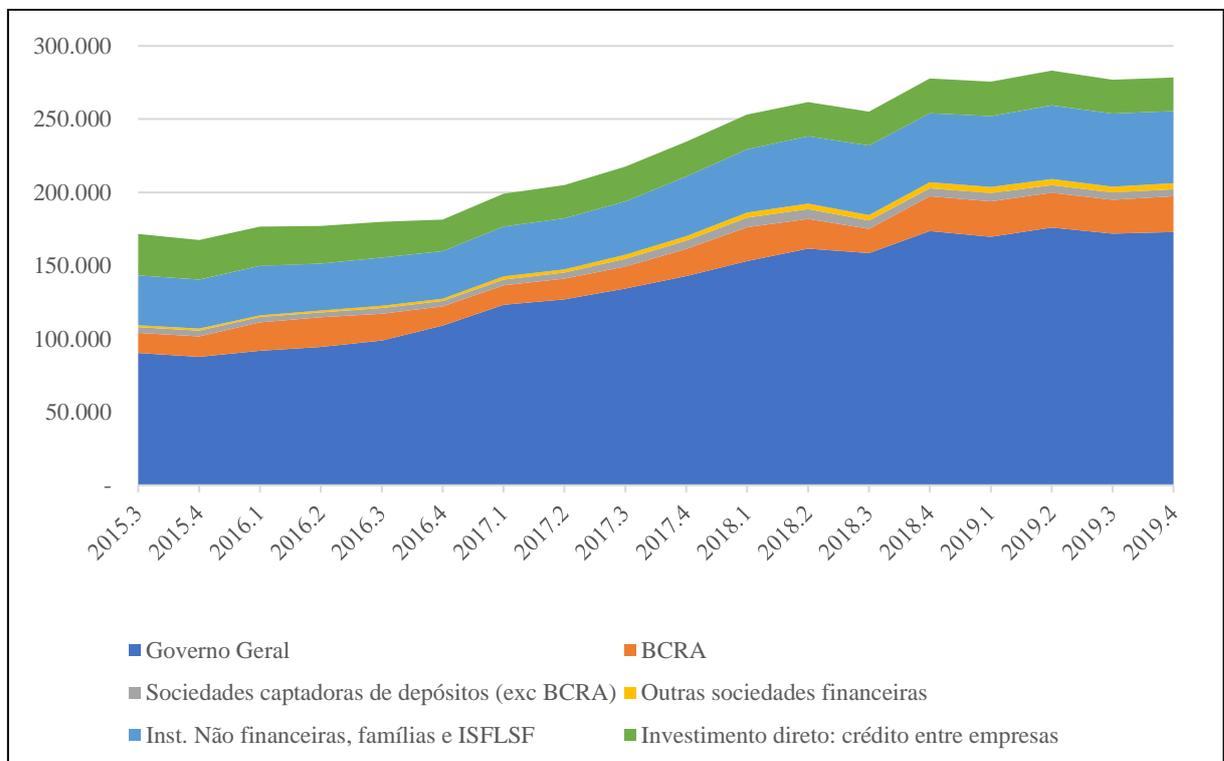
Posteriormente, o BCRA alterou as metas de inflação, e optou por uma estratégia de câmbio mais alto, aceitando, portanto, uma inflação maior. Este contexto, aliado ao aumento da taxa de juros nos EUA, e ao maior endividamento externo provocaram a corrida contra o peso ao longo de 2018. Assim, induziram-se o consumo de volumosos montantes de reservas internacionais e desvalorizações cambiais constantes, levando à aceleração inflacionária registrada em 2018, que fez a Argentina recorrer ao FMI para adquirir mais reservas e tentar tranquilizar a crise cambial em curso.

Entretanto, deve-se ressaltar que as reformas implementadas desde os primeiros dias do governo Macri enfraqueceram os mecanismos que o Estado argentino dispunha para atenuar os eventuais choques externos, que conforme foi discutido ao longo deste trabalho, sequer eram

suficientes para evitar a inflação. A liberalização financeira tornou possível a fuga de capitais em uma escala muito maior comparadas às que ocorreram no kirchnerismo.

Além dessa facilitação, o governo Macri também recorreu ao endividamento externo e à emissão de dívidas denominadas em moeda estrangeira como forma não apenas de financiar os déficits em conta corrente, mas também de compensar os déficits fiscais, por considerá-lo menos prejudicial à inflação e ao crescimento que a monetização e a emissão de dívida em pesos. Isto contribuiu para a piora de indicadores de liquidez e solvência da dívida, que por sua vez elevou o pessimismo dos agentes, gerando as crises cambiais. A trajetória da dívida externa argentina pode ser visualizada no seguinte gráfico:

Gráfico 5.8 - Dívida Externa total por setor (em milhões de dólares) entre o segundo semestre de 2015 e ao longo do governo Macri.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Indec.

A sustentabilidade desta dívida pode ser ilustrada no gráfico a seguir, que apresenta dois índices de liquidez externa da Argentina:

Gráfico 5.9 – Trajetória das razões trimestrais (Exportações)/(Dívida Externa) e (Reservas Internacionais)/(Dívida Externa) da segunda metade de 2015 ao final do Governo Macri.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Indec.

Nota-se, portanto, a tendência geral de piora destes índices, que sinalizam a capacidade de pagamento da dívida externa ao longo do governo Macri. Deve-se ressaltar que no caso da razão entre reservas internacionais e dívida externa, este indicador apresenta melhoras no último trimestre de 2018 em virtude dos aportes do FMI, mas ainda assim, a tendência não foi revertida nos trimestres seguintes.

5.4. Conclusões preliminares

Em suma, na intenção de aplicar uma liberalização em várias dimensões e transformar significativamente a institucionalidade econômica legada pelo kirchnerismo, Macri negligenciou os aspectos estruturais da economia argentina e seu quadro de restrição externa (bem como sua vulnerabilidade aos choques externos), e entregou um quadro inflacionário ainda mais delicado que o encontrado em sua posse.

A principal manifestação a isso foi a liberalização financeira, que facilitou o livre fluxo de capitais para a Argentina, possibilitando a acumulação de reservas pela conta financeira em um primeiro momento, mas também a aguda saída de capitais a partir de meados de 2018. Esse quadro de ampla liberalização financeira veio a prejudicar inclusive a efetividade dos aportes

do FMI em conter a crise cambial. E mesmo após uma relativa estabilidade, ela retornou dentro do contexto da corrida eleitoral de 2019.

Porém outra face dessas reformas que contribuiu para a consolidação da restrição externa foi o grande aumento da dívida externa e a colocação de títulos do governo denominados em moeda estrangeira, que como é importante lembrar, foram expedientes usados para que o governo argentino não monetizasse os déficits fiscais e nem compensasse em dívida interna, já que se acreditava que isso pioraria o quadro inflacionário e desestimularia os investimentos. No final das contas, o nível de investimento caiu e a inflação acelerou sob essa estratégia.

Ao mesmo tempo, se viu que entre outubro de 2016 e de 2017, quando houve desaceleração inflacionária, deveu-se em parte à apreciação cambial, fruto da emergência do regime de metas de inflação, contrariando, portanto, a noção de que a inflação é causada por excesso de demanda, como se prega nas teorias oriundas da Teoria Quantitativa da Moeda. Ademais, cabe ressaltar que em 2016, 2018 e 2019, foram anos de queda do investimento e do nível de atividade (portanto, não havia “excesso de demanda”) e de aceleração aguda da inflação, contrariando as teses de inflação de demanda.

Neste sentido, é importante salientar os argumentos de Sturzenegger (2019) de perfil ortodoxo e que foi presidente do BCRA no governo Macri, e convergia intelectualmente com o programa construído. Os argumentos dele sintetizam a visão *macrista* dos porquês da crise.

Sturzenegger (2019) apontou como causas do fracasso do governo Macri: a reversão da condução da política monetária e cambial a partir de meados de 2017 (que eram incoerentes com o regime de metas de inflação), o insucesso em superar os déficits fiscais e a não implementação de uma reforma no BCRA que o tornasse independente. Por conseguinte, o autor desconsiderou os impactos das reformas, principalmente a liberalização financeira, e não inclui o aumento do endividamento externo e a deterioração dos índices externos de solvência e liquidez. Em suma, diferentemente do argumentado no presente trabalho, a restrição externa e os fatores estruturais não eram, na sua interpretação, importantes para explicar a inflação argentina.

A partir das exposições históricas e de suas respectivas análises, encaminha-se para as considerações finais, cujas teses gerais já foram antecipadas no corpo deste trabalho, em especial nas seções de “Conclusões preliminares” de cada capítulo.

6. Considerações Finais

Por fim, o que se pode depreender desta análise histórica é que é possível encontrar reflexos das características estruturais da economia argentina impactando na dinâmica inflacionária, sendo estas referindo-se majoritariamente à estrutura produtiva.

Conforme foi salientado no capítulo 3, o produto industrial do país cresceu, e mesmo que a Argentina tenha mantido sua característica agroexportadora, ela foi o único país latino-americano que não intensificou seu processo de reprimarização da economia. Apesar disso, não houve uma mudança estrutural mais profunda.

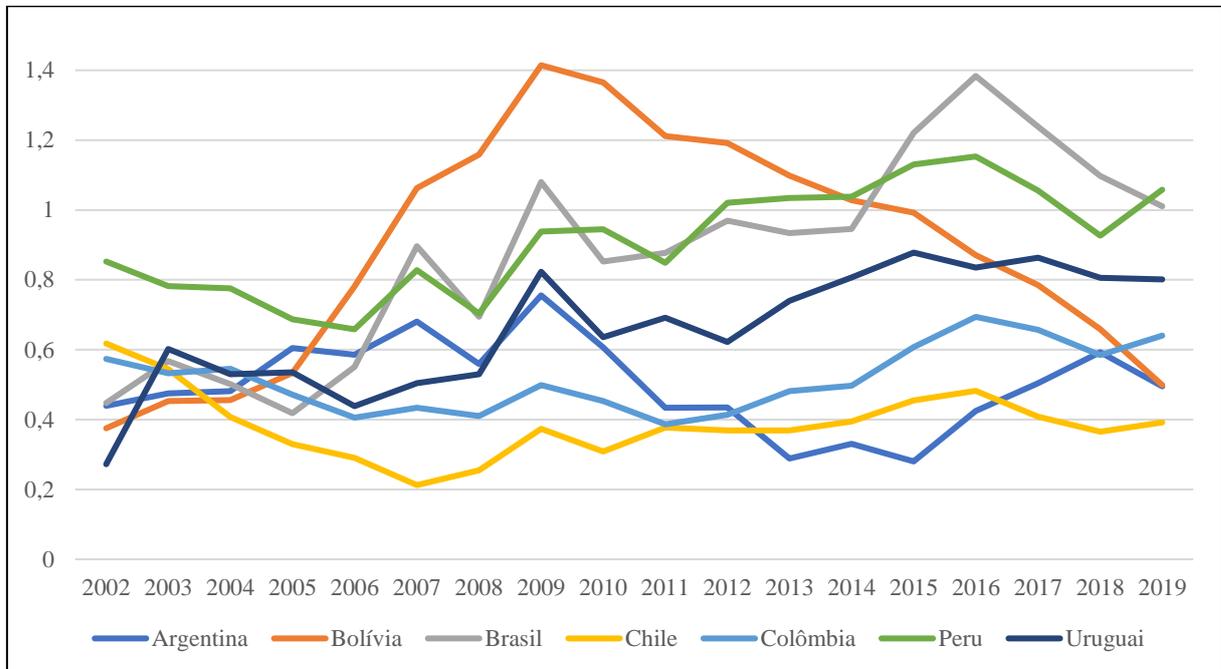
Como este trabalho foca em uma análise histórica da inflação e de aspectos macroeconômicos correlatos, foge do seu escopo uma análise mais detalhada no campo microeconômico das políticas produtivas, bem como da economia política deste período. Porém, cabe lembrar que a retomada industrial se deu principalmente devido à grave recessão e à capacidade ociosa que a economia se encontrava, além da conjuntura favorecida por uma taxa de câmbio nominal depreciada. Nesse sentido, a política industrial do período foi incapaz de gerar um setor com certas características como internalização da produção de tecnologia e criação de significativos efeitos de encadeamento (que por sua vez se relaciona com a alta dependência de importações da indústria argentina).

Sendo assim, a Argentina se manteve como um grande importador de bens manufaturados e continuou sendo caracterizado como um país agroexportador. Isto, por sua vez, provoca a aparição frequente de déficits comerciais, que se traduziam em déficits em conta corrente, já que em via de regra, países da periferia do capitalismo tendem a ter saldos negativos no balanço de rendas e de serviços. Em virtude disso, para países como a Argentina passa a ser imprescindível a acumulação de reservas para evitar obstáculos ao crescimento econômico de longo prazo. Caso contrário, faz-se necessário a desvalorização cambial para evitar crises de balanço de pagamentos, gerando como contrapartida uma aceleração inflacionária.

Como se discutiu no capítulo 3, a Argentina de fato acumulou reservas, porém este fenômeno era muito dependente dos superávits comerciais, em um momento de *boom de commodities*, proporcionando termos de troca favoráveis ao país por um determinado tempo. Desta forma, o expediente de acumulação de reservas pela conta financeira foi subutilizado,

diferentemente das experiências de outros países latino-americanos neste mesmo intervalo de tempo. O gráfico a seguir mostra um comparativo entre alguns países da região nessa temática:

Gráfico 6.1 - Evolução da razão entre reservas internacionais e a soma de importações de bens e serviços e renda primária enviada ao exterior entre 2002 e 2019.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Mundial.

A razão acima pode ser interpretada como um índice de liquidez externa de um país, refletindo sua capacidade de poder honrar com despesas externas correntes. Desta forma, o gráfico evidencia que comparado a alguns países selecionados da região, a Argentina acumulou pouco volume de reservas em termos proporcionais durante o *boom de commodities*, e permaneceu neste estado até o final do governo Macri. Consequentemente, a sua proteção diante de choques externos não foi construída no grau que era demandado, dada a sua representatividade no comércio e no fluxo de rendas internacionais.

Porém, deve-se lembrar, que de fato durante parte do governo NK, era virtualmente impossível a acumulação de grandes volumes de reservas pela via financeira, uma vez que o país estava isolado dos mercados financeiros internacionais, e que uma taxa de juros alta dificultaria a recuperação da economia argentina, que se encontrava em profunda recessão e em uma restrição externa severa. Entretanto, após as melhorias das relações (a partir da *canje* de 2005 conjugada à quitação da dívida com o FMI no final do mesmo ano), a estratégia de aumento das taxas de juros de maneira bem gradual poderia ser testada, de modo a não prejudicar bruscamente os saldos comerciais. Ademais, esta opção poderia ter sido adotada desde o início do mandato de CFK.

Neste governo, essa estratégia também foi evitada constantemente, apenas se materializando a partir do início de 2014, ainda que em velocidade lenta. Neste sentido, foi durante o governo CFK que as pressões cambiais se intensificaram e que o consumo de reservas internacionais se acelerou, escancarando as vulnerabilidades externas do país.

E já no governo Macri, tentou-se corrigir esse problema, ao se implementar uma ampla liberalização financeira e se recorrendo ao endividamento externo, produto de um programa econômico mais amplo, conforme já salientado. Entretanto, mesmo que tenha havido uma reação positiva das reservas em meados de 2016, essas medidas apenas tornaram a vulnerabilidade externa argentina ainda maior, e pavimentou a aceleração inflacionária, que alcançou patamares que não se via desde 2001.

Em suma, este trabalho procurou, por meio desta análise histórica e da exposição de abordagens heterodoxas sobre a inflação, mostrar que estas características de ordem estrutural validaram as vulnerabilidades externas, bem como sua ampliação. E essa vulnerabilidade se manifestou de diferentes formas como procurou se demonstrar neste trabalho, e em particular, contribuiu para o descontrole inflacionário.

Durante o governo NK, elas se mostraram majoritariamente em choques de *commodities*, em um cenário de altas internacionais. No governo CFK, elas se converteram em desvalorizações cambiais e consumo de reservas internacionais. E no governo Macri, tal fenômeno foi agravado, num cenário de maior liberdade de fluxos de capitais e de enfraquecimento de políticas econômicas que amenizam os choques externos.

Evidentemente, em certos momentos outros fatores foram importantes para a explicação do processo inflacionário, como o *tarifazo* em 2016 e a oferta que não acompanhava o crescimento da demanda (que era cada vez mais dependente do consumo e menos da formação bruta de capital fixo) ao longo do segundo mandato de CFK. Porém, ainda assim essas consequências, em última instância, refletem tais características estruturais da economia argentina.

Em suma, compreender tais características estruturais, que são melhor captadas sob uma análise histórica, permite perceber que a dinâmica inflacionária pode ter múltiplas origens e peculiaridades, e pode assim escapar de abordagens mais convencionais e das simples reproduções do que foi feito em outras experiências.

Ademais, esta análise permite abrir o debate sobre formas de aliar o combate ao problema inflacionário com outros problemas socioeconômicos característicos de países periféricos, em linha com os objetivos deste trabalho. Espera-se que assim, se ampliem as

perspectivas de entendimento da inflação e se afaste de abordagens que culpem o “populismo” pela inflação argentina.

7. Bibliografia

- AMICO, F. *Argentina 2002-2008: ciclo económico, inflación y crecimiento*. Rio de Janeiro: Oikos - Revista de Economía heterodoxa, nº10, ano VII, 2008, pp.33-51.
- AMICO, F. *La macroeconomía de Macri: Adiós represión financiera, bienvenido nuevo default*. Buenos Aires: Circus - Revista Argentina de Economía, n.7, 2020, pp.52-89.
- AMICO, F & FIORITO, A. *Exchange Rate Policy, Distributive Conflict and Structural Heterogeneity: The Argentinean and Brazilian Cases In Sraffa and the Reconstruction of Economic Theory*. Volume One, 2013, pp.284-308.
- Banco Mundial. Site do banco de dados do Banco Mundial. Disponível em: <https://databank.worldbank.org/>. Acesso em: 8 set. 2023.
- BASTIAN, E & SOIHET, E. *Argentina y Brasil: desafíos macroeconómicos*. Revista Problemas del Desarrollo, Cidade do México, 171 (43), octubre-diciembre 2012, pp.83-109.
- BASTIAN, E.F & SETTERFIELD, M. *Nominal exchange rate shocks and inflation in a open economy: towards a structuralist inflation targeting agenda*. Cambridge: Cambridge Journal of Economics, v. 44, nº6, nov 2020, pp.1271-1299.
- BARROS, L; BASTIAN, E; BASTOS, C. *Inflação e desemprego nos Estados Unidos da América durante a grande moderação: uma interpretação pós-keynesiana crítica à do novo consenso*. Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política, n.55, jan-abr 2020.
- BASTOS, Carlos. *Price Stabilization in Brazil: A classical interpretation for na indexed nominal interest rate economy*. Tese (Doutorado) – Graduate Faculty of Political and Social Sciences, New School for Social Research, 2002.
- BASTOS MARQUES, M.S. *Uma Resenha das Teorias de Inflação*. Revista Brasileira de Economia, Rio de Janeiro, v.41, nº2, pp.185-223, abr/jun 1987.
- BCRA. Site do BCRA. Disponível em: <https://www.bcra.gob.ar/>. Acesso em: 8 set. 2023.
- BRENTA, Noemí. *Historia de la deuda externa argentina : de Martínez de Hoz a Macri*. 1a ed - Buenos Aires: Capital Intelectual, 2019.
- BRESCIANI-TURRONI, Constatino. *The Economics of Inflation – A study of Currency Depreciation in Post-War Germany 1914-23*. London: George Allen & Unwin, 2ª ed, 1953.
- BUSATO, M.I & PINTO, E.C. *Uma perspectiva reducionista da revolução keynesiana: a síntese neoclássica*. Revista Análise Econômica, Porto Alegre, ano 26, n. 50, p. 111-139, setembro de 2008.

CARTAZZO, C; ESPAGNOL, H; PARRAUD, M. (2020). *Análisis de las políticas antiinflacionarias en la Argentina entre 1983 y 2015*. Web. Disponível em: https://repositoriosdigitales.mincyt.gob.ar/vufind/Record/RIUNSAM_cd841beaaa37eb5cc186bd1cf9124ee6.

CEPAL. Site da CEPAL, 2023. Sobre. Disponível em: <https://www.cepal.org/pt-br/sobre>. Acesso em: 29 ago. 2023.

CHARLES, S. & MARIE, J. 2016. *Hyperinflation in a small open economy with a fixed exchange rate: a post Keynesian view*. Journal of Post Keynesian Economics, vol. 39, no. 3, 361–86.

CHENA, I.P et al. *Argentina (2002-2015): Transición neomercantilista, estructuralismo à la Diamand y keynesianismo social con restricción externa*. Semestre Económico, Medellín, vol. 21, n. 47 abril-jun 2018, pp. 25-59.

CORAZZA, G; KREMER, R. *Friedman e o monetarismo: A Velha Teoria Quantitativa da Moeda e a Moderna Escola Monetarista*. Revista Análise Econômica - Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, Porto Alegre, ano 21, nº40, pp.65-86, setembro, 2003.

DIAMAND, M. *Overcoming Argentina's Stop and Go Economic Cycles*, in *Latin American Political Economy: Financial Crisis and Political Change*. J. Hartlyn and S. Morley (eds), Boulder, CO: Westview Press, 1986.

FREITAS, A.J; GHIBAUDI, J.W; CRESPO, E.A. *Promessas de um liberalismo tardio: uma análise das políticas econômicas do governo Macri (2015-2019)*. Rio de Janeiro: Revista de Economia Contemporânea, v.25, n.2, 2021, pp.1-20.

FRENKEL, R & RAPETTI, M. *Five Years of Competitive and Stable Real Exchange Rate in Argentina, 2002-2007*. International Review of Applied Economics, vol. 22, num. 2, Londres, Routledge, 2008, pp. 215-226.

GERCHUNOFF, Pablo & LLACH, Lucas. *El ciclo de la ilusión y el desencanto: un un siglo de políticas económicas argentinas*. Buenos Aires: Ariel, 2003.

INDEC. Site do Indec, 2023. Disponível em: <https://www.indec.gob.ar/>. Acesso em: 8 set. 2023.

Kaldor, Nicholas. *The Scourge of Monetarism*. Oxford: Oxford University Press, 1982.

KULFAS, M. *La economía argentina, entre la «década ganada» y los «fondos buitres»*. Buenos Aires: Nueva Sociedad nº 254, nov-dic 2014, pp.4-16.

KULFAS, Matías. *Los tres kirchnerismos: Una historia de la economía argentina, 2003-2015*. 1ª edição - Buenos Aires: Siglo Veintiuno Editores, 2016.

Lavoie, M. *Post-Keynesian Economics: New Foundations*, Cheltenham, UK, Edward Elgar, 2014.

- LEVY YEYATI, E & CASTRO, L. *Radiografía de la industrialización argentina en la posconvertibilidad*. Buenos Aires: Documento de Políticas Públicas, nº112, out/2012, Cipepec.
- LUCCHI, Juan Matías de. *A abordagem da moeda endógena, conversibilidade e pós-conversibilidade argentina (1991-2010)*. Dissertação (Mestrado) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2011.
- MOORE, Basil J. *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge: Cambridge University Press, 1988.
- PAZOS, F. *Medidas para detener la inflación crónica en América Latina*. Ciudad de Mexico, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1969.
- PESSÔA, S. *Macri é liberal?*. Viçosa: Revista Ponto de Vista, Conjuntura Econômica, Maio 2019.
- PREBISCH, Raúl. *La cooperación internacional en la política de desarrollo latino-americano*. Série comemorativa do vigésimo quinto aniversário da Cepal. Santiago do Chile: Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal), Primeira edição: 1954.
- ROBINSON, Joan. *The Economics of Inflation*. Economic Journal, 1938.
- RODRÍGUEZ, O. *O Estruturalismo Latino-Americano*. Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, 2009.
- SALAMA, P. *Crescimento e inflação na Argentina nos governos Kirchner*. Estudos Avançados, São Paulo, 2012, 26(75), pp.157-172.
- SCHORR, M & PORCELLI, L. *La industria electrónica de consumo en Tierra del Fuego. Régimen promocional, perfil de especialización y alternativas de desarrollo sectorial en la postconvertibilidad*. Buenos Aires: Documentos de Investigación Social, UNSAM, Idaes, 2014.
- SERRANO, F. *Dolarização na América Latina* In *The Real World Economic Outlook*. Washington DC, 01 de abril de 2003.
- SICSÚ, João et al. *Economia Monetária*. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Editora Elsevier 2006.
- SIMONSEN, Mario Henrique. *Dinâmica Macroeconômica*, São Paulo: McGraw-Hill, 1983.
- STURZENEGGER, F. *Macri's Macro: The meandering road to stability and growth*. Buenos Aires: Working Papers 135, Universidad de San Andres, Departamento de Economía, 2019.
- UNCTAD. Site de estatísticas da UNCTAD. Disponível em: <https://unctadstat.unctad.org/datacentre/>. Acesso em 8 set. 2023.
- VANOLI, A; CIBILIS, A; ALLAMI, C. *Los cambios en la era Cambiemos: adiós producción y consumo, hola (outra vez) especulación financeira*. Buenos Aires: Revista Análisis, n.36, 2018, pp.1-26.

VERA, L. 2010. *Conflict inflation: an open economy approach*. Journal of Economic Studies, vol.37, no. 6, 597–15.

WAINER, A.G. *Economía y política en la Argentina kirchnerista*. Cidade do México: *Revista Mexicana de Sociología* 80, nº2 (abr/jun 2018), pp.323-351.

WIEZBA E PAFUNDO XX (MACRICONOMIA)

WILLCOX, L.D. *Inflação de custos e inflação de demanda: uma discussão acerca da natureza das causas da inflação*. *Leituras de Economia Política*, Campinas, (9): 19-39, dez. 2001.