

AULA • ARGENTINA

Argentina depois do Lavagna

Inflação, câmbio e a perda da âncora macroeconômica — de 2005 a
2020

Paulo Gala

Os anos Lavagna: câmbio competitivo e contas em ordem

≈9%

crescimento médio do PIB
ao ano em 2003-2005

≈3,0

pesos por dólar: câmbio real
desvalorizado e estável

2

superávits ao mesmo
tempo: fiscal primário e em
conta corrente

US\$ 104 bi

de dívida em default
reestruturados na troca de
2005

A estratégia: câmbio real competitivo como política de desenvolvimento, sustentado por superávit fiscal e acumulação de reservas.

28 DE NOVEMBRO DE 2005

Kirchner demite Lavagna

A inflação de 2005 fechou em 12,3%. Lavagna propunha esfriar a demanda, com um fundo anticíclico para guardar o excesso de arrecadação. Kirchner escolheu outro caminho.

ENTRA

Felisa Miceli, presidente do Banco Nación

SAI

O fiador do câmbio competitivo com superávit fiscal

Do ajuste macro ao controle de preços

Dimensão	Com Lavagna (2002–2005)	Depois (2006–2015)
Inflação	Moderação da demanda e fundo anticíclico	Acordos e controles de preços (Guillermo Moreno, Comércio Interior)
Câmbio	Instrumento de competitividade	Âncora nominal contra a inflação
Política fiscal	Superávit primário elevado	Gasto e subsídios (energia, transporte) em alta; o superávit desaparece
Estatísticas	INDEC crível	INDEC sob intervenção a partir de janeiro de 2007

JANEIRO DE 2007

Intervenção no INDEC: o termômetro é quebrado

54,6%

inflação acumulada de 2007 a 2012 segundo o INDEC

136,4%

no mesmo período, segundo consultoras privadas e o IPC-Congresso

Indexação informal

Salários e contratos passam a seguir as estimativas privadas, não o dado oficial

Dívida corrigida a menos

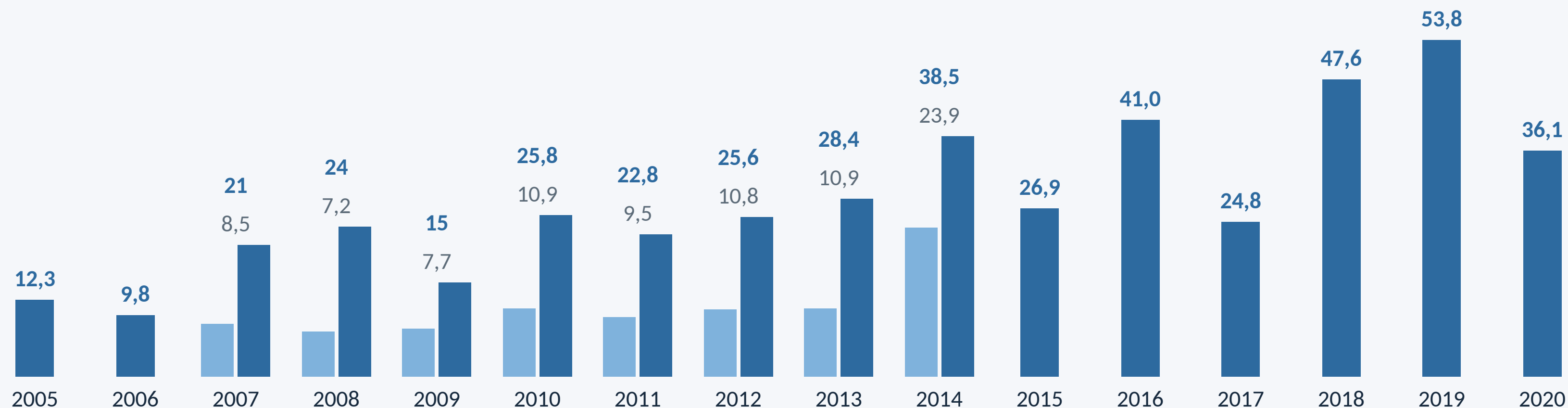
Títulos indexados ao CER pagam menos aos credores — e o crédito fica mais caro

Censura do FMI

Em fevereiro de 2013, o Fundo aprova moção de censura pela qualidade dos dados

Depois de 2005, a inflação muda de patamar

■ Inflação efetiva (dez./dez., %) ■ INDEC sob intervenção (2007-2014)



Preços sobem, dólar fica para trás: o peso se valoriza em termos reais

×4,7

preços ao consumidor (estimativas alternativas)

×2,2

dólar oficial: de 3,03 para 6,52 pesos

≈45%

de valorização real do peso frente ao dólar

O dólar barato vira instrumento anti-inflacionário. Resultado: importações mais baratas, indústria menos competitiva, saldo comercial encolhendo — o oposto do modelo de 2002-2005.

Do recorde à sangria: metade das reservas some



Energia

Tarifas congeladas derrubam o investimento; a partir de 2011 o país passa a importar energia em larga escala

Fuga de capitais

Com inflação alta e juros reais negativos, a poupança corre para o dólar

Dívida paga com reservas

Desde 2010 o Tesouro usa reservas do BCRA para pagar vencimentos externos

31 DE OUTUBRO DE 2011

O cepo cambial

Dias depois da reeleição de Cristina Kirchner, com 54% dos votos, comprar dólares passa a depender de autorização da AFIP. Em junho de 2012, a compra para poupança é proibida.

100%

brecha máxima, maio de 2013: blue a 10,45 e oficial a 5,22

−47%

nas reservas entre o início do cepo e dezembro de 2015

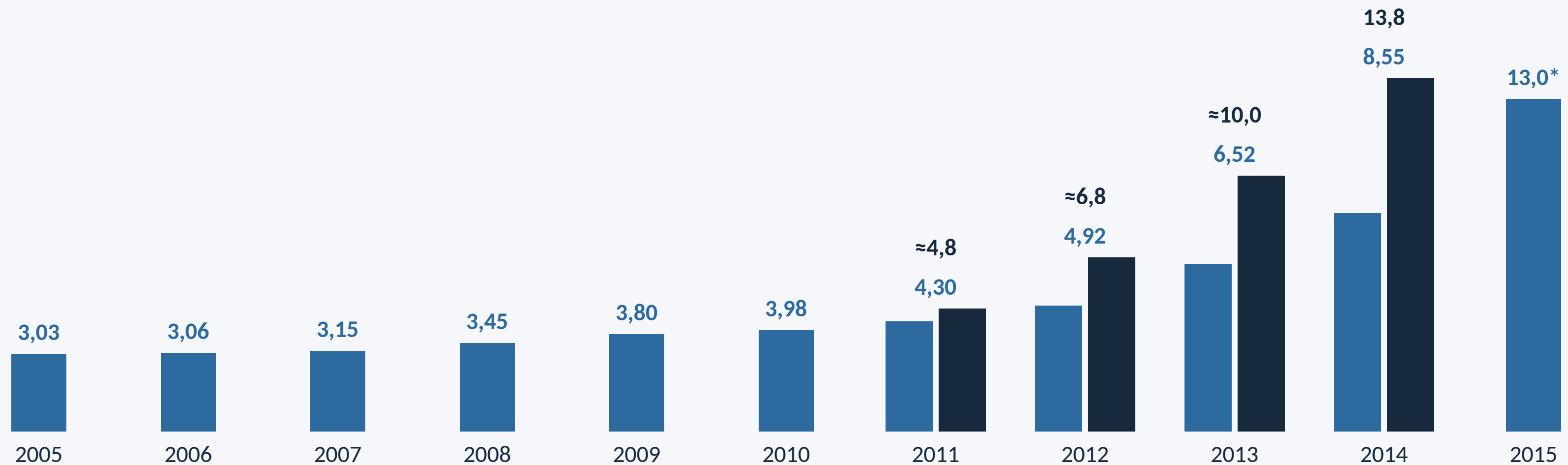
4 anos

de mercado partido: oficial, blue, “contado con liqui”, dólar turista

PESOS POR DÓLAR, FIM DE ANO, 2005-2015

O dólar oficial contido e o paralelo disparando

■ Dólar oficial (BCRA) ■ Dólar paralelo ("blue"), com o cepo



Fontes: BCRA (Com. A 3500); blue: cotações da imprensa argentina. * Após a unificação de 17/12/2015; antes, 9,76.

2014

O ano em que a conta chega

JANEIRO

Desvalorização de mais de 20%

Em 23 de janeiro o governo deixa o peso cair; o oficial chega a cerca de 8 por dólar

ANO INTEIRO

Inflação de 38,5%

Segundo as consultoras; o novo índice do INDEC registra 23,9%. É o pico do período kirchnerista

JULHO

Default seletivo

Sem acordo com os holdouts após a sentença do juiz Griesa, o país deixa de pagar credores da reestruturação

Desvalorizar sem âncora fiscal e monetária vira inflação: o ganho de competitividade se dissolve em poucos meses.

A herança: dez anos depois de Lavagna

≈27%

inflação de 2015 (IPC da Cidade de Buenos Aires) — era 12% em 2005

US\$ 25 bi

de reservas brutas: metade do recorde de 2011

50–70%

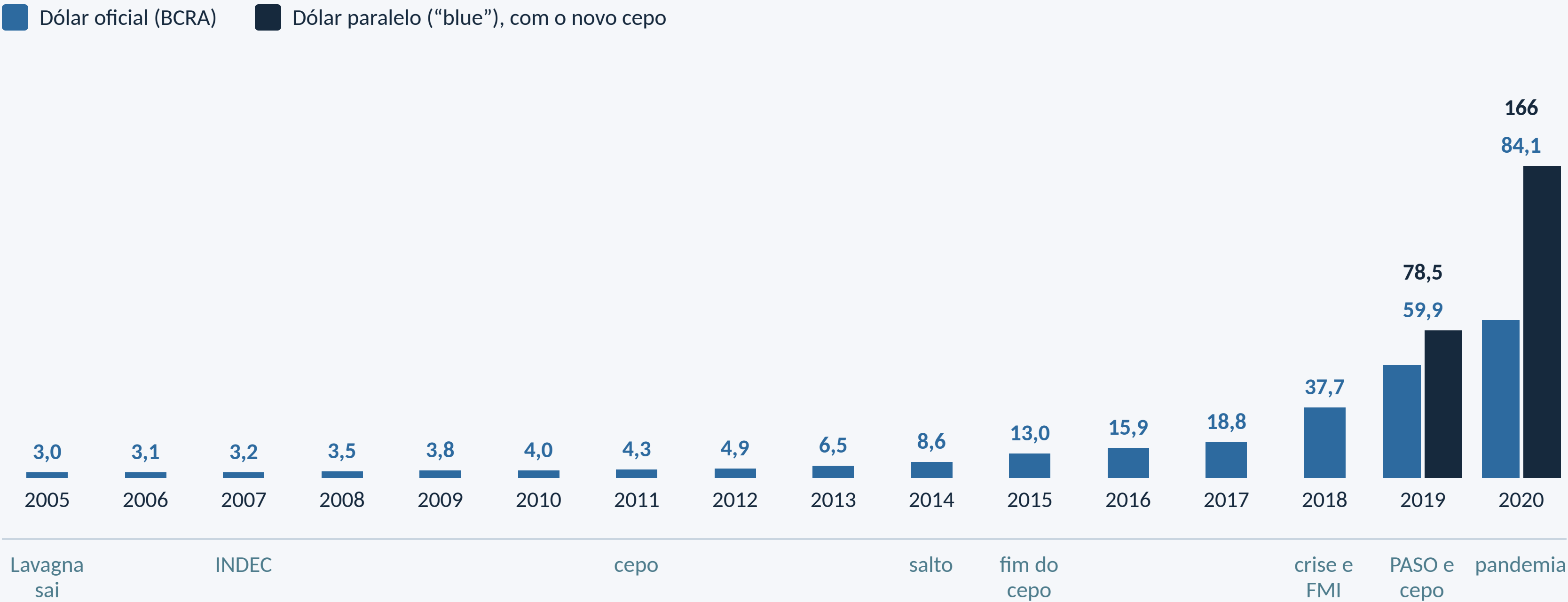
de brecha entre dólar oficial e paralelo no fim do cepo

9,76 → 13,95

o dólar oficial em um único dia, na saída do cepo (dez. 2015)

PESOS POR DÓLAR, FIM DE ANO, 2005-2020

O peso vai embora: de 3 a 84 por dólar



Fontes: BCRA (Com. A 3500, fim de ano); dólar blue: Ámbito e BAE Negocios (dez. 2019 e dez. 2020).

Sem âncora, o problema volta mais forte

Ano	Inflação	Dólar oficial	O que aconteceu
2016	≈41%*	15,85	Fim do cepo, acordo com os holdouts, reajuste de tarifas
2017	24,8%	18,77	Metas de inflação e forte entrada de capital externo
2018	47,6%	37,70	Corrida cambial, o dólar dobra, acordo com o FMI
2019	53,8%	59,90	PASO: 46,55 → 57,30 em um dia; volta do cepo em setembro
2020	36,1%	84,15	Pandemia e emissão; blue a 166, brecha de ≈97%

Unificar o câmbio não bastou: a inflação de 2019 foi a maior desde 1991.

O que a Argentina ensina

1 Câmbio competitivo exige retaguarda

Sem superávit fiscal e moeda sob controle, o câmbio deixa de ser política de desenvolvimento e vira âncora contra a inflação

2 Inflação reprimida volta com juros

Controles de preços, tarifas congeladas e dólar contido acumulam desequilíbrios que explodem depois: 2014, 2018, 2019

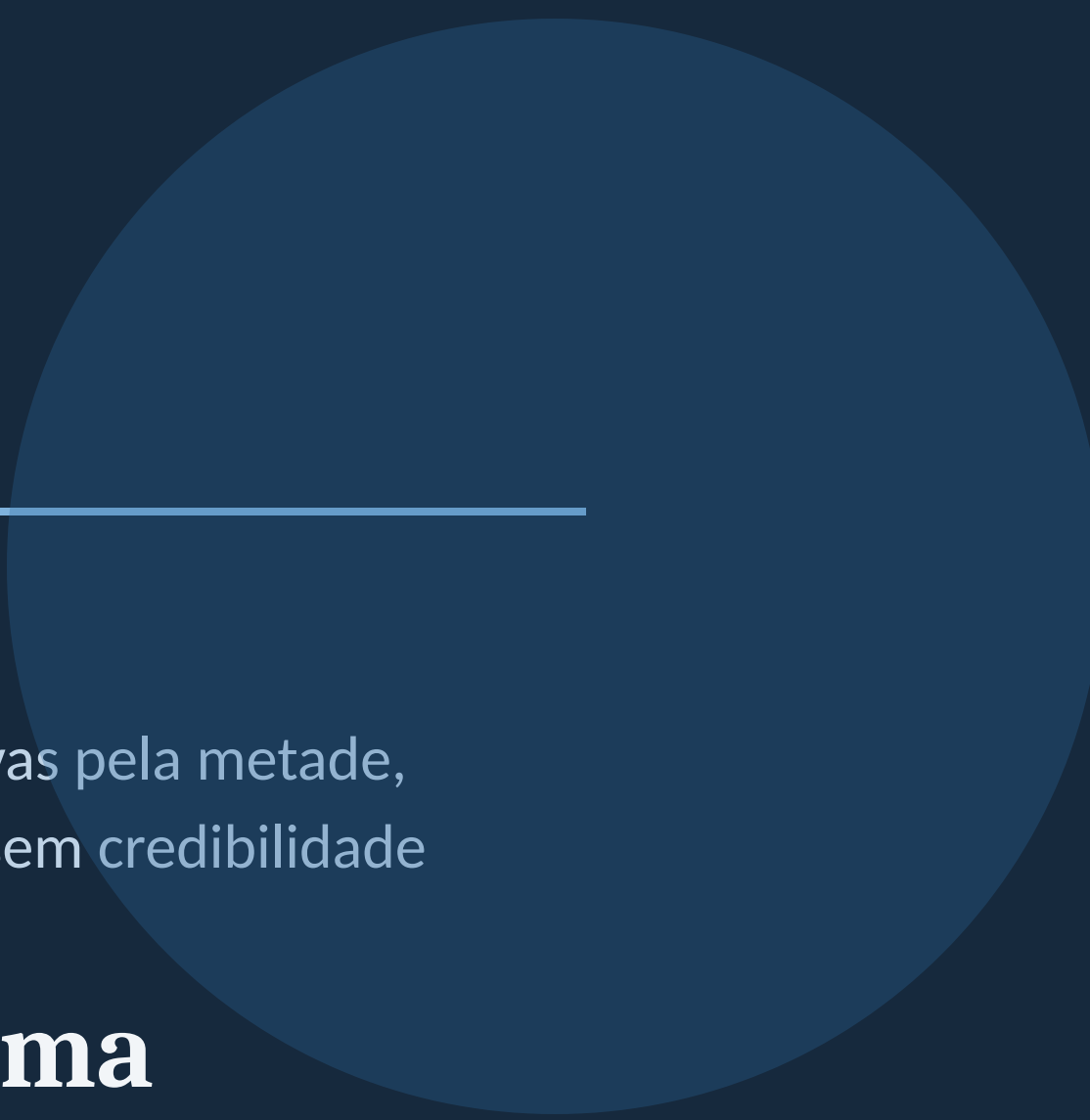
3 Sem estatística crível, não há âncora

A intervenção no INDEC destruiu a coordenação de expectativas e empurrou a economia para a indexação informal

4 Controle cambial compra tempo

O cepo de 2011 trouxe brecha, fuga e reservas pela metade; o de 2019 repetiu o roteiro

PARA FECHAR



2005

Câmbio competitivo, superávits gêmeos, reservas subindo e crescimento perto de 9% ao ano

2015

Inflação perto de 30%, reservas pela metade, câmbio partido e um INDEC sem credibilidade

A perda da âncora não foi um acidente: foi uma sequência de escolhas.

Fontes dos dados

Inflação

- INDEC: IPC oficial (2005–2006 e 2017–2020); IPC sob intervenção (2007–2014)
- Dirección de Estadística de San Luis (2007)
- IPC-7 províncias, CTA/CIFRA (2009–2010)
- IPC-Congresso e consultoras privadas (2008, 2011–2014)
- IPC da Cidade de Buenos Aires (2015–2016)

Câmbio, reservas e eventos

- BCRA: câmbio de referência (Com. A 3500) e reservas internacionais
- Dólar blue: Ámbito, BAE Negocios, Diario de Cuyo
- Saída de Lavagna: Infobae, Mercado, Página/12 (nov.–dez. 2005)
- Cepo e saída do cepo: La Nación, Ámbito, imprensa argentina (2011–2015)
- Câmbio real 2005–2013: cálculo próprio, aproximado