

Revista Brasileira de Comercio Exterior

RBCCE

A revista da FUNCEX

Ano XXX
128
Julho/
Agosto/Setembro
de 2016

PROPOSTAS PARA UMA NOVA POLÍTICA COMERCIAL DE INTEGRAÇÃO INTERNACIONAL DA ECONOMIA BRASILEIRA

O *TSUMONEY* CAMBIAL NA ECONOMIA BRASILEIRA

- A SAGA PARA APROVAÇÃO DO ACORDO DE PARCERIA TRANSPACÍFICO NOS EUA
- NOVO MODELO DE TRATADOS DE INVESTIMENTOS BRASILEIROS



FUNCEX  fundação
centro de estudos
do comércio
exterior



Ajudando o
Brasil a expandir
fronteiras

Tempos difíceis. A macroeconomia argentina nos primeiros meses do governo Macri e as perspectivas futuras



José María Fanelli



Ramiro Albricou

José María Fanelli

é Doutor em Economia, professor da Universidade de San Andrés e Pesquisador do Cedes e do Conicet

Ramiro Albricou

é economista, professor na Universidade de Buenos Aires e pesquisador do Cedes

Já se passou mais de um semestre de política econômica sob o governo de Mauricio Macri e, ainda que seja pouco tempo para avaliar resultados – sobretudo se for levada em conta a profundidade dos desequilíbrios herdados –, pode ser útil observar o que vem acontecendo na Argentina. Isso pode nos ajudar a avaliar cenários alternativos daqui para frente. Para tal, vamos dar um passo atrás e observar o panorama.

A HERANÇA, A ESTRATÉGIA E O ESPERADO

Os desequilíbrios macroeconômicos fundamentais deixados pelo governo anterior podem ser resumidos em três: o déficit fiscal, a escassez de divisas e o clima de negócios ruim. Tiveram, por sua vez, duas consequências muito negativas: a inflação e o estancamento do nível de atividade econômica.

Os desequilíbrios geraram inflação e forças recessivas por meio de diversos canais. Como o déficit fiscal não podia ser financiado e tinha-se que recorrer à emissão, a inflação foi alimentada continuamente. Para que a expansão monetária não alimentasse também a fuga de capitais, o controle (*cepo*) cambial tornou-se indispensável, impossibilitando o ingresso de capitais.

Em um clima desfavorável e sem dólares suficientes para os negócios, o investimento era muito baixo e as importações insuficientes, de modo que as restrições a essas últimas traduziram-se na falta de insumos para produzir e em aumentos do preço desses insumos. Como nem a oferta global nem a demanda podiam ser ampliadas, o equilíbrio entre ambas se dava em um nível baixo, dificultando a geração de empregos. A tentativa final do governo de melhorar a situação por meio da expansão do gasto público e do atraso cambial no período eleitoral não fez mais do que ampliar os desequilíbrios. Nesse contexto, a renda real da população diminuiu e a pobreza aumentou.

O déficit fiscal tinha múltiplas causas, mas a única que podia ser enfrentada com alguma probabilidade de êxito e impacto quantitativamente significativo, no curto prazo, eram os subsídios ao consumo de energia e ao transporte. A escassez de dólares tinha sua raiz profunda nas mesmas debilidades que a Argentina sofre faz décadas – a falta de diversificação das exportações e a lenta evolução da produtividade –, mas que foram agravadas por dois choques ex-



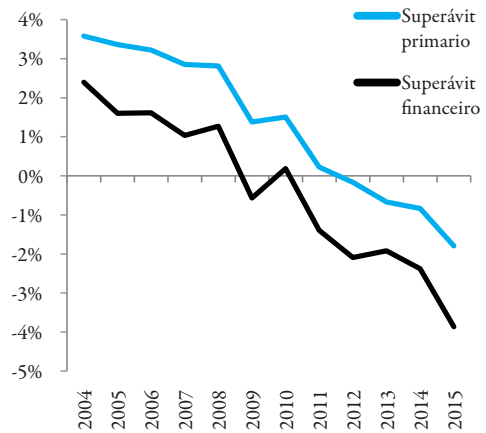
GRÁFICO 1
OS DESEQUILÍBRIOS HERDADOS PELO GOVERNO MACRI

ternos de forte intensidade: a queda no preço das *commodities* e a diminuição das exportações industriais para o Brasil. Como esses problemas externos não podem ser solucionados da noite para o dia, no curto prazo a oferta de dólares só podia ser ampliada desvalorizando sensivelmente o câmbio ou reativando os fluxos de capital.

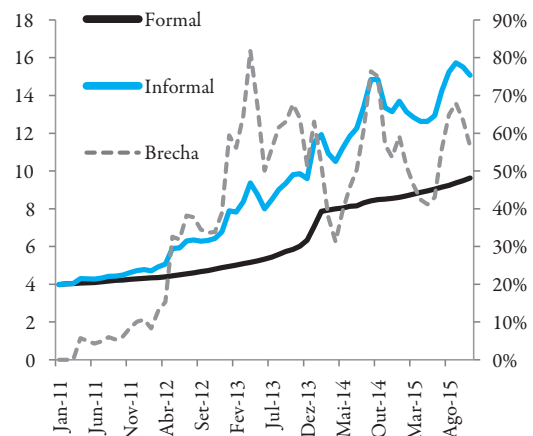
Essa situação trouxe um dilema antigo para o novo governo. Para reverter a situação de estagflação que deteriorava o nível de vida da população, era prioritário que se atuasse sobre as causas: o déficit fiscal e a escassa oferta de divisas. Em outras palavras, era necessário eliminar o controle cambial e desvalorizar o câmbio. E a magnitude da desvalorização teria que ser maior quanto menor fosse a entrada de capitais externos. Era preciso, também, subir as tarifas. No curto prazo, porém, essas medidas tenderiam antes a agravar que melhorar o bem-estar por seus efeitos sobre a renda real de boa parte da população.

À luz do que foi exposto, cabia esperar que o discurso do novo governo desse ênfase à herança recebida e ao choque externo para justificar as medidas de ajuste fiscal e de correção de preços relativos, que eram inevitáveis e teriam consequências politicamente erosivas. Contudo, as autoridades decidiram não fazer muitas referências à herança recebida, preferindo enfatizar, em contrapartida, os benefícios passíveis de ser obtidos graças à forma mais racional pela qual os assuntos do Estado passariam a ser geridos. Buscava-se, com isso, gerar um clima que não deteriorasse o otimismo e a confiança que a mudança de governo, presumivelmente, causaria. Em vez

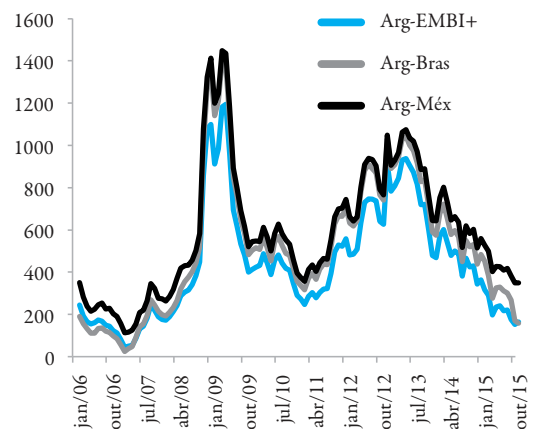
(a) Resultado fiscal do setor público nacional (em % do PIB)



(b) Taxa de câmbio nominal



(c) Risco-país da Argentina em perspectiva



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Ministério da Fazenda e das Finanças Públicas.

de destacar os déficits gêmeos que foram herdados – o fiscal e o de conta-corrente –, procurou-se criar uma expectativa positiva em relação à evolução futura da inflação e da atividade econômica. Considerou-se que esses dois indicadores eram mais palpáveis e importantes para “as pessoas” do que outros, mais abstratos, como o déficit fiscal ou o montante das reservas. Assim, antecipou-se que a inflação estaria entre 20% e 25% até o final do ano e que a atividade econômica começaria a ser retomada no segundo semestre do ano. Os detalhes de como isso seria alcançado – isto é, como cessariam os desequilíbrios básicos que geravam a inflação e a recessão – foram deixados para os técnicos. Optou-se, ademais, por não anunciar um programa de estabilização, como tradicionalmente se faz quando os desequilíbrios são pronunciados. Tampouco colocou-se todo o peso das decisões em um único ministro. Macri afirmou explicitamente que não desejava ter um superministro da Fazenda e preferiu atribuir as decisões a uma equipe. Além disso, para imunizar-se da acusação de “governo que faz ajustes”, anunciou que a estratégia de correção do desequilíbrio fiscal seria gradualista. Só cabia esperar um choque quanto ao controle (*cepo*) cambial e à mudança da política externa.

A estratégia foi, sem dúvida, inovadora, e também otimista, considerando as experiências de ajuste do setor externo e das contas públicas na Argentina desde o início da segunda globalização, no final dos anos 1970. Vale a pena conferir o que devia ser, desta vez, muito diferente para que a estratégia funcionasse.

Primeiro, quando existem desequilíbrios simultâneos, fiscais e externos, é muito difícil evitar que o ajuste fiscal não seja pró-cíclico, isto é, impedir que as correções não gerem forças recessivas. E é assim porque se fossem aplicadas políticas fiscais anticíclicas, o déficit público não poderia ser reduzido. Em consequência, para se obter uma expressiva recuperação no segundo semestre como a prometida pelo ministro da Fazenda Alfonso Prat-Gay, todo o trabalho anticíclico para tirar a economia da recessão teria de ser feito pelo setor privado. Mas isso só ocorreria se o consumo e o investimento privados, financiados por entradas de capitais, aumentassem. O requisito para tanto era uma “chuva de dólares”. Essa chuva seria útil, também, para financiar o aumento de importações requerido pela reativação da economia. E a chuva teria de ser intensa, uma vez que deveria financiar também um déficit fiscal primário que, por conta do gradualismo, o governo só pretendia reduzir até 4,8% do produto interno bruto (PIB).

Segundo, na Argentina, a desvalorização sempre acelerou a inflação. O *pass-through* é mais alto que em outros países, como mostra a evidência empírica colhida em diversos estudos. Adicionalmente ao repasse da desvalorização aos preços, caberia agregar o aumento das tarifas, que afetaria os custos tanto dos bens comercializáveis quanto os dos não comercializáveis. Destaque-se, ainda, que as novas autoridades não se propunham a implementar uma política agressiva de abertura da economia. Portanto, os setores protegidos herdados do governo dos Kirchner não teriam nenhum problema em repassar os aumentos de seus custos para os preços, promovendo altas além dos limites impostos pela evolução da demanda.

Se isso realmente viesse a acontecer, seria lícito esperar que o impacto sobre os salários reais seria muito forte, o que jogaria claramente contra o consumo e contra a recuperação econômica esperada para o segundo semestre. O salário real diminuiria mais do que o necessário para recompor a competitividade, pois os trabalhadores comprariam a preços mais elevados não somente os bens comercializáveis, mas também os bens protegidos e não competitivos. Há que se considerar, contudo, que uma queda do consumo ajudaria a reduzir a inflação.

Terceiro, se a inflação se acelerasse e o Banco Central não fizesse nada, o aumento de preços teria o efeito que sempre se observou: reduziria a oferta monetária de forma que, depois de um pico, a inflação baixaria devido à contração monetária, naturalmente induzida por um período de forte aumento do imposto inflacionário. Nesse cenário, o governo, evidentemente, cobraria quantidades enormes de tal imposto. Entretanto, todo esse processo levaria um tempo. Em consequência, se o Banco Central desejasse baixar a inflação para 25%, como anunciado pelo governo, deveria intervir imediatamente no mercado, absorvendo base monetária para reforçar o efeito de contração monetária durante o período de recomposição da taxa de câmbio e das tarifas. O custo a pagar, obviamente, seria o aprofundamento do efeito recessivo de curto prazo, tornando mais difícil que o nível de atividade mostrasse sinais de reativação já no segundo semestre.

Contudo, essa estratégia seria, ao mesmo tempo, mais custosa para o setor público. A absorção de base monetária implicaria reduzir a base do imposto inflacionário e pagar taxas mais altas sobre as Letras do Banco Central (Lebacs). Apareceria o conhecido problema do déficit quase-fiscal. Nesse cenário, o governo estaria de fato “devolvendo” o imposto inflacionário aos que

havia comprado as Lebac's, sem fazer o mesmo com o resto da população, deixando, assim, a desejar em matéria de equidade. Dado que os comparadores de Lebac's estariam de fato comprando um vale para não pagar imposto inflacionário, a demanda de dinheiro poderia subir e a taxa de câmbio nominal, baixar. Nesse caso, a inflação poderia estar em queda, não só em decorrência da contração monetária, mas também de uma menor pressão via *pass-through*. Em consequência, o ajuste da taxa de câmbio real seria parcialmente revertido e o Banco Central estaria arcando com o déficit quase-fiscal a troco de nada.

O QUE OCORREU?

O governo herdou um desequilíbrio fiscal de grande magnitude. E o que acontece hoje em dia? Essa situação não mudou muito e é difícil que mude no curto prazo. É o que cabe prever à luz do que já se viu e do que poderá vir.

Até agora, longe de fazer jus à imagem de “governo que promove o ajuste”, que lhe foi atribuída por uma parte da oposição, a política fiscal do governo foi bastante expansiva: os impostos foram reduzidos – desde as retenções às exportações até o imposto sobre o valor

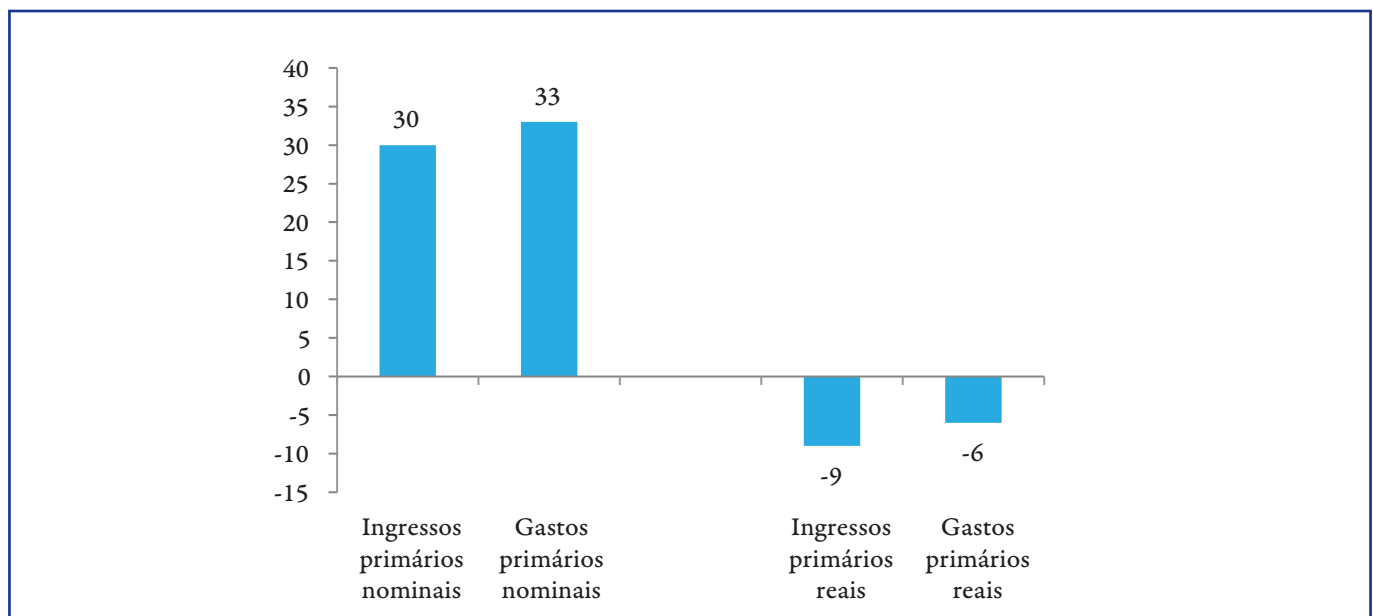
agregado (IVA) dos aposentados – e os gastos aumentaram – as transferências de renda (Asignación Universal por Hijo – AUH) e as aposentadorias. A única medida restritiva relevante foi o aumento das tarifas, que, além dos problemas de implementação, não foi suficiente para compensar as medidas expansivas, e menos ainda para acabar com os desequilíbrios herdados. Ademais, embora no começo do ano o gasto estivesse contido, a despesa com obras públicas deverá crescer a ritmo mais acelerado. Em suma, a política fiscal não teve um efeito pró-cíclico pela simples razão de que não houve um ajuste fiscal.

Houve, porém, um efeito muito positivo: tanto os impostos como os gastos tornaram-se mais racionais. As autoridades poderiam explicar à população, sem problemas, que reduziram as retenções para aumentar a competitividade ou que aumentaram a AUH e baixaram o IVA para proteger os mais pobres. Poder-se-ia dizer que a microeconomia do setor público melhorou, mas não a macroeconomia, pois há que se financiar um déficit alto que não apenas obrigará à emissão de dinheiro, mas também à emissão de dívida do Tesouro.

Como o déficit fiscal continuou sendo alto, o Ministério da Fazenda e o Banco Central tiveram que acordar uma emissão de 160 bilhões de pesos para este ano, o que re-

GRÁFICO 2

EVOLUÇÃO NA FRENTE FISCAL (CRESCIMENTO INTERANUAL DO PRIMEIRO SEMESTRE DE 2016)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Ministério da Fazenda e Finanças Públicas.

presentaria uma expansão da base monetária superior a 25% se o Banco Central não promovesse sua absorção com o uso das Lebac. Porém, no primeiro semestre de 2016, a base cresceu menos de 3%, o que está abaixo do que cresceram os preços mensalmente, em média, no semestre. Como consequência da intensidade da absorção, hoje as Lebac representam três quartos da base monetária e gerarão um déficit quase-fiscal que poderia superar 2% do PIB, e se somar ao déficit do governo.

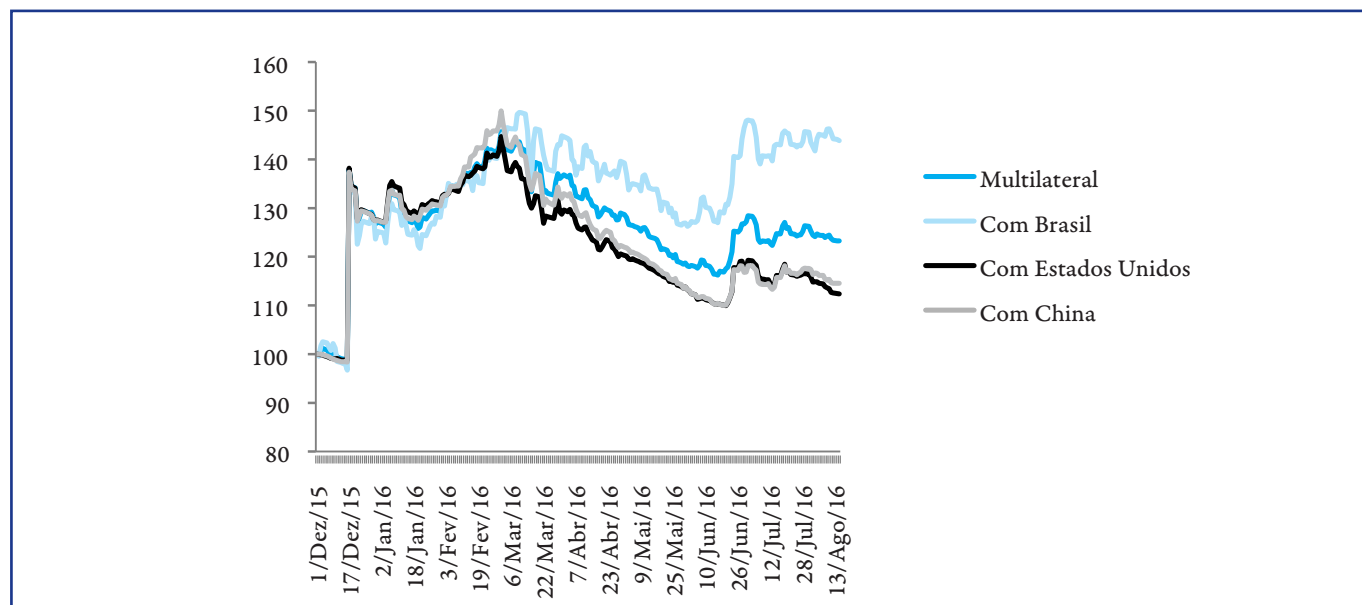
O Banco Central optou, visivelmente, por pagar esse custo, apostando em uma forte desaceleração da inflação no segundo semestre. É evidente que isso em nada beneficiou o nível de atividade econômica e, provavelmente por essa razão, as autoridades monetárias se apressaram, no último mês, a estimular reduções na taxa das Lebac, mesmo quando a inflação ainda estiver bem acima dos níveis almejados.

A despeito da forte contração monetária, os preços ainda estão aumentando. A inflação mensal média desde princípios do ano situou-se em torno de 4% ao mês, em média, e apenas em julho ficou abaixo desse percentual (2,2%). Por outro lado, o nível de atividade econômica mostra uma evolução desalentadora. Espera-se que o PIB caia entre 1% e 2% este ano, e isso não seria um mau resultado à luz do que vem ocorrendo com a indústria, a construção civil e as vendas no varejo.

As altas taxas de juros, que chegaram ao pico de 38%, e a forte restrição na oferta monetária real afetaram muito menos a inflação do que a taxa de câmbio nominal, que tendeu a baixar. Como consequência, a taxa de câmbio real perdeu uma parte do que havia ganhado com a eliminação do *cepo* cambial. Embora isso tenha ajudado a desacelerar a inflação, não estimulou a competitividade. Replicando a dinâmica que costuma ser observada em contextos desse tipo, hoje em dia os preços dos bens não comercializáveis estão subindo mais do que os dos comercializáveis. Em particular, a inflação em serviços está muito acima da observada nos bens. Os salários também estão subindo como resultado da ação das *paritarias* (negociações salariais), revertendo paulatinamente a queda do seu valor em dólares, logo depois da eliminação do *cepo* cambial. Uma boa notícia para o nível de atividade econômica, mas não para a inflação em serviços nem para a correção de preços relativos necessária para elevar a rentabilidade na produção de bens comercializáveis. A rentabilidade não faz distinção entre o núcleo da inflação e outras medidas de inflação mais abrangentes.

E como a restrição externa reagiu a tudo isso? Para começar, os choques externos – queda das *commodities* e das exportações para o Brasil – estão longe de reverterem e, por isso, convém não esquecer-los: há que se ajustar a taxa de câmbio real para amortecer os efeitos desses choques sobre as exportações e o superávit comercial.

GRÁFICO 3
EVOLUÇÃO DA FRENTE EXTERNA - TAXA DE CÂMBIO REAL



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Banco Central da República Argentina.

Além disso, os preços das *commodities* mais baixos geram uma receita nacional menor, e para continuar gastando os mesmos montantes – todo o resto igual – é preciso se endividar.

As fontes mais importantes de dólares para a Argentina são as entradas de capital e o superávit comercial. Ao final do kirchnerismo, as entradas líquidas de capital já haviam desaparecido fazia um bom tempo, em virtude do controle cambial e do clima desfavorável para os investimentos. Em 2015, o superávit comercial se converteu em déficit. Dessa forma, já era evidente que o último vestígio do superávit, que durante tanto tempo havia contribuído para dar sustentação a políticas erradas, no marco de uma soja “cara”, com elevada cotação no mercado internacional, havia desaparecido. Sem superávit comercial, o ano de 2015 encerrou com um déficit de conta-corrente de 2,7% do PIB.

O déficit comercial será revertido no futuro próximo de forma a voltar a trazer divisas? Muito dificilmente. Melhorou levemente apenas porque a recessão manteve as importações reprimidas, já que as exportações não se elevam e se situam abaixo de US\$ 60 bilhões em 2016. Se a economia se reativar, o superávit comercial não será uma fonte relevante de divisas, porque as importações

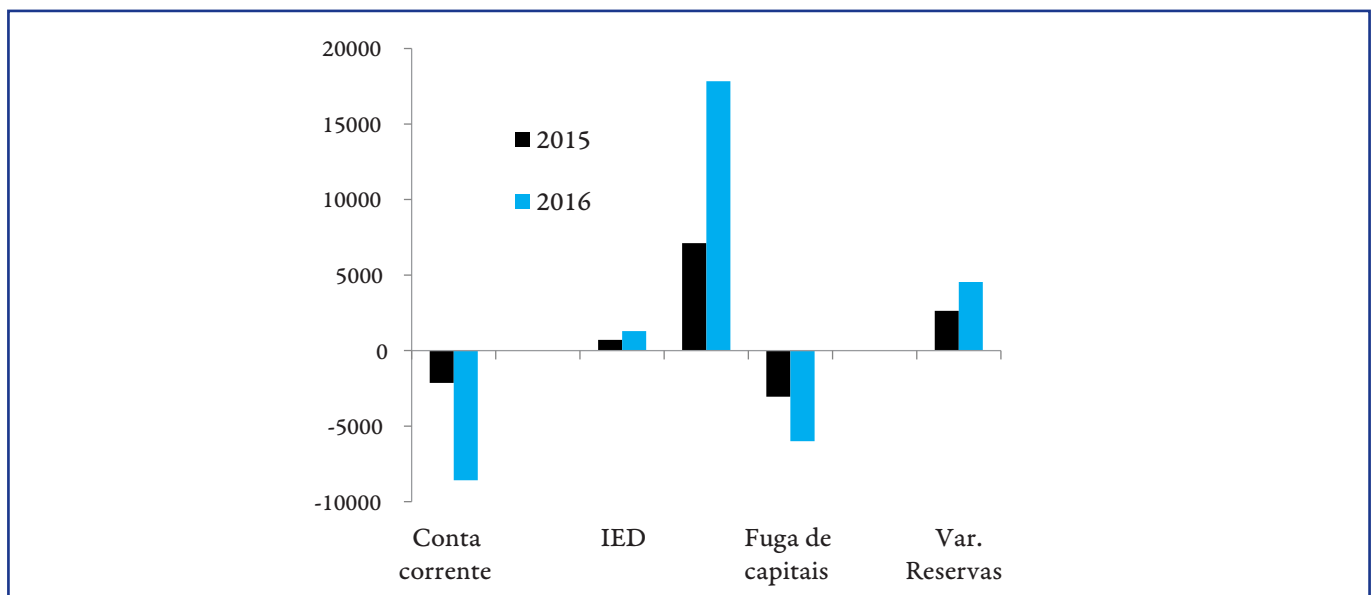
subirão e, como consequência, cabe esperar que o déficit de conta-corrente se situe no presente ano ao redor de 2,5% do PIB. Se houver crescimento, esse percentual irá subir, e aumentará mais quanto mais baixa for a taxa de câmbio real. Para que o crescimento seja sustentável, com a economia brasileira do jeito que está, e mantidos os atuais preços internacionais, é preciso crescer com uma taxa de câmbio real competitiva.

Para eliminar a “brecha” (hiato de recursos) decorrente da falta de dólares, a única alternativa até o momento consiste em reativar a entrada de capitais. Nesse plano, foram registrados êxitos significativos: a eliminação do *cepo* cambial, o encerramento da negociação com os *holdouts* e a melhora do clima de inversão, para a qual também contribuiu, e muito, a mudança na política externa. Isso permitiu uma recomposição das reservas, sobretudo devido à liquidação de operações de câmbio por parte do setor agropecuário. Basicamente, pode-se considerar que as necessidades de dólares deste ano estarão cobertas.

No panorama descrito, à medida que o primeiro semestre avançava, foi ficando evidente que nem a inflação, nem o nível de atividade econômica, nem o déficit fiscal estavam se comportando em consonância com os resultados esperados a partir do segundo semestre.

GRÁFICO 4

O MERCADO CAMBIAL NO PRIMEIRO SEMESTRE: A IMPORTÂNCIA DO ENDIVIDAMENTO EXTERNO (MILHÕES DE DÓLARES)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Banco Central da República Argentina.

A chuva de dólares para ativar a demanda privada de investimento não estava ocorrendo e o consumo era afetado negativamente, em virtude da contração monetária e da queda dos salários. Em função disso, o governo foi mudando paulatinamente a combinação de políticas em favor do investimento público e do gasto com seguridade social, de forma a favorecer o nível de atividade econômica, mesmo que isso aumentasse a probabilidade de as metas fiscais não serem cumpridas. Entretanto, o governo confia que repatriação de recursos mantidos no exterior (*blanqueo de capitales*) contribua, em parte, para fechar a *brecha* de dólares. A opção por privilegiar o nível de atividade econômica seguramente tem a ver com o fato de 2017 ser um ano eleitoral. Em um contexto de maior expansão da demanda, o Banco Central será obrigado, de qualquer forma, a manter sua dureza monetária para que não aumente a inflação e, sob tais circunstâncias, será difícil evitar que se perca definitivamente parte do que se havia ganhado em competitividade no começo do ano.

OLHANDO PARA FRENTE

Levando-se em conta as circunstâncias apresentadas, as autoridades esperam que a economia se reative e a inflação caia no segundo semestre deste ano ou no primeiro semestre de 2017.

As autoridades levaram adiante uma série de correções que ofereciam maior racionalidade no marco econômico e regulatório. Da mesma forma, melhorou a rentabilidade do setor de bens comerciáveis. Tudo isso ratifica o otimismo em relação à evolução futura do investimento. Há, porém, outros aspectos que desempenharão um papel mais ambíguo. Em primeiro lugar, o encerramento das *paritarias* representa um incremento dos rendimentos reais e, por conseguinte, promoverá o consumo. Contudo, o aumento nos salários nominais tornará a desaceleração da inflação mais difícil. Em segundo lugar, a reativação das obras públicas estimulará o nível de atividade econômica, mas será mais difícil controlar o déficit. Um maior nível de atividade tornará mais complexo reduzir a inflação e manter uma taxa de câmbio real competitiva, já que aumentará a pressão sobre o setor não comercializável, cuja capacidade para incrementar a oferta é limitada. Em terceiro lugar, se a repatriação de recursos e a entrada de capitais apresentarem uma evolução muito positiva, isso pressionará a taxa de câmbio nominal para baixo, ajudando a reduzir a inflação, ao custo, porém, de reduzir também a competitividade externa.

“

Se a repatriação de recursos e a entrada de capitais apresentarem uma evolução muito positiva, isso pressionará a taxa de câmbio nominal para baixo, ajudando a reduzir a inflação, ao custo, porém, de reduzir também a competitividade externa

”

Esse rápido exame das forças de maior peso que estarão em ação ao longo do segundo semestre sugere que a evolução da economia dependerá do confronto entre forças que pressionarão em sentidos diferentes. Provavelmente, o resultado final será, em boa parte, uma função da disponibilidade de financiamento e da reação de política governamental diante da evolução da economia. Em tal contexto, é crítica a capacidade das autoridades para coordenar as expectativas do setor privado. Um fator que até agora fez com que a coordenação de expectativas fosse mais difícil é que as autoridades não tornaram público um programa econômico completo, mas foram anunciando as medidas paulatinamente.

Todavia, há quatro dilemas de política econômica que consideramos da maior importância e que certamente operarão como restrições para a escolha de políticas, devendo, portanto, ser devidamente considerados na hora de avaliar como a economia poderia evoluir daqui para frente.

(i) Política fiscal pró-cíclica (para atingir a meta fiscal) ou anticíclica (para suavizar os efeitos sobre o emprego)?

Como afirmamos, não está claro se a meta fiscal poderá ser cumprida. Se isso não acontecer, a luta contra a inflação poderá perder credibilidade diante do temor de que a dominância fiscal se reanime. Para evitar que isso ocorra, o governo deveria provar que tem potencialmente acesso ao financiamento de mercado para custear o déficit, o que depende em parte da situação internacional. Evidentemente, um grande sucesso com a repatriação de recursos ajudaria sobremaneira. A vantagem de uma política fiscal mais frouxa é que resultaria anticíclica, contribuindo para sair da recessão que prevaleceu no primeiro semestre.

Para não perder a credibilidade, o governo poderia enviar esforços para cumprir com a meta fiscal. Contudo, isso tornaria menos provável que as forças recessivas se enfraquecessem. A política fiscal seria então mais pró-cíclica. Seria mais difícil gerar empregos e a economia enfrentaria uma restrição política, pois a pobreza poderia não se reduzir e até mesmo aumentar, em virtude de uma demanda de emprego mais fraca.

Evidentemente, se a maior credibilidade levasse a uma “chuva de investimentos e dólares”, este dilema tenderia a se diluir, pois o investimento cria empregos e gera valor agregado, estimulando o consumo e a arrecadação fiscal. Com a chuva de dólares, o financiamento do setor público não seria um problema; seria problema, isso sim, manter a competitividade por conta do impacto da entrada de dólares sobre a taxa de câmbio. Mas esse efeito poderia ser moderado, entretanto, se as importações aumentassem; algo provável se o investimento estiver crescendo.

(ii) Política monetária contracionista (por inflação) ou expansiva (por atividade)?

Até o presente, o governo combinou uma política fiscal relativamente expansiva com uma política monetária restritiva. Isso não é o mais recomendável, pois desloca o setor privado – pela falta de liquidez e pelas taxas de juros altas –, para abrir espaço ao gasto público, sem acelerar a inflação. O efeito líquido pode ou não ser restritivo. No primeiro semestre, o efeito foi restritivo e, conseqüentemente, a dureza da política monetária contribuiu para que a inflação não disparasse ainda mais. As conseqüências se fizeram sentir também sobre a taxa de câmbio, que se manteve estável, quase imóvel, registrando poucas variações. Os juros elevados contribuíram para tal estabilidade, pois aumentaram a rentabilidade dos instrumentos domésticos que competem com o dólar na carteira dos investidores. O dólar estável também contribuiu para que a inflação não continuasse se acelerando.

O governo enfrentará, então, o dilema de manter a dureza da política monetária, com inflação mais baixa e perda de competitividade – por conta do dólar imóvel –, ou de reduzir as taxas de juros com efeitos benéficos sobre a atividade econômica e o setor privado, mas com conseqüências negativas para a inflação.

(iii) Quanta abertura no eterno dilema eficiência vs. mais desemprego no curto prazo?

O governo anterior elevou os índices de proteção da indústria a níveis muito altos, típicos do modelo subs-

titutivo de importações do século passado. Uma tarefa importante é, pois, ordenar o comércio exterior e eliminar definitivamente as restrições quantitativas. Isso é necessário para aumentar a eficiência do investimento, permitir a integração do país a cadeias de valor e melhorar o salário real. Porém, no curto prazo, essa medida poderia incrementar pontualmente o desemprego em setores protegidos e entrar em rota de colisão com restrições políticas, devido, sobretudo, à ação de grupos de interesse. Os efeitos sobre a pobreza e o salário real deveriam ser muito positivos, pois os preços de vários produtos de consumo de massa cairiam. A eliminação da proteção à atividade petrolífera teria o mesmo efeito extremamente positivo.

(iv) Como corrigir preços relativos sem acelerar a inflação e aumentar a pobreza?

Como já foi dito, o coeficiente de *pass-through* é mais alto na economia argentina, comparativamente na de outros países. Isso fez com que a inflação se acelerasse após a desvalorização. A correção das tarifas teve o mesmo efeito. As tarifas deverão continuar sendo corrigidas e, provavelmente, o mesmo ocorrerá com a taxa de câmbio, visto que o câmbio real perdeu recentemente uma parte importante do que havia ganhado no começo do ano. Isso coloca o governo diante de um dilema entre a inflação e a correção de preços relativos: caso o governo decida reduzir os subsídios ou melhorar a competitividade, a inflação poderá se acelerar, com repercussões sobre a pobreza. De outro lado, caso opte por deixar que a taxa de câmbio real se atrase e que o mesmo ocorra com as tarifas, a competitividade e o equilíbrio fiscal se ressentirão. A adoção de um esquema de metas de inflação não faz o dilema desaparecer. Além do mais, uma política fiscal branda obrigaria o Banco Central a aumentar as taxas de juros, com efeitos recessivos pelas razões já expostas acima.

Por último, há que se acrescentar a esse panorama complexo os tempos eleitorais: em pouco mais de um ano acontecerão eleições legislativas, o que certamente influirá na agenda econômica, podendo retardar o ajuste requerido.

Será preciso aguardar para ver o que acontecerá.