



CARTA SEMANAL

O Canário da Mina **36**

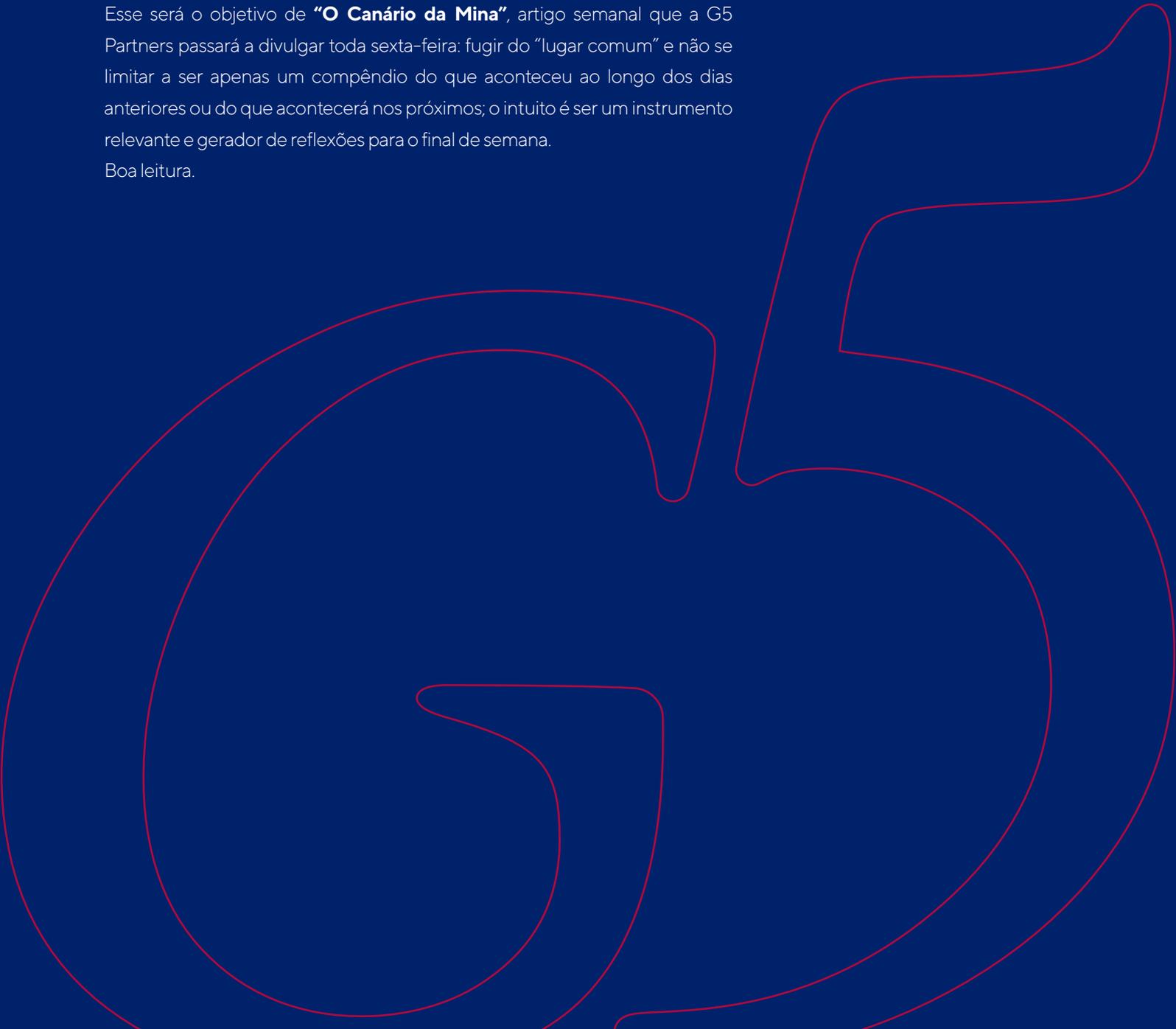
05 DE JANEIRO DE 2024

Durante os séculos XIX e XX, uma das atividades econômicas mais importantes do Reino Unido foi a extração de carvão de mina. Nesse contexto, uma das principais causas de acidentes com mortes dos mineiros era decorrente do vazamento de monóxido de carbono, um gás inodoro (difícil de detectar sem equipamentos) que, em grandes quantidades, pode provocar explosões ou morte por intoxicação. Como o monóxido de carbono é um resultado natural da extração do carvão, problemas de ventilação nas minas poderiam gerar acidentes mortais.

Em uma era pré-detectores de gases, o jeito de os mineiros se protegerem era levar um canário dentro de uma gaiola para a mina. Por ser muito mais sensível ao monóxido de carbono do que os humanos, a agitação do pássaro servia de alerta para que os trabalhadores deixassem a mina antes que um acidente ocorresse.

Esse será o objetivo de **“O Canário da Mina”**, artigo semanal que a G5 Partners passará a divulgar toda sexta-feira: fugir do “lugar comum” e não se limitar a ser apenas um compêndio do que aconteceu ao longo dos dias anteriores ou do que acontecerá nos próximos; o intuito é ser um instrumento relevante e gerador de reflexões para o final de semana.

Boa leitura.



No penúltimo “O Canário da Mina” (OCM) de 2023, discutimos o cenário externo para o ano de 2024, mas não fizemos nenhuma alusão à Argentina, mesmo com uma mudança radical em seu governo, uma cascata de medidas econômicas e sociais e muitas manifestações. Não foi esquecimento nem falta de espaço, mas simplesmente falta de importância. Desde a última crise séria por lá, em 2001, a importância da Argentina para nossa economia reduziu-se bastante, seja pelas inter-relações econômicas, seja pela ausência do Efeito Orloff¹. Portanto, não seria relevante para cenário brasileiro em 2024. Entretanto, como muitos ainda se preocupam com as confusões de “nuestros hermanos argentinos”, vamos usar o primeiro OCM do ano para mostrar por que a crise deles não nos assusta mais, qual é o tamanho do problema por lá e quais são as medidas que o novo presidente, Javier Milei, já tomou para resolvê-lo.

No parágrafo introdutório, usamos 2001 como parâmetro porque, naquele ano, a Argentina chegou a uma crise econômica, financeira e social digna do nome. O presidente argentino da época, Fernando de la Rúa, chegou a precisar fugir de helicóptero após uma horda de manifestantes ter cercado a Casa Rosada, residência oficial da presidência argentina.

O problema começou com o que parecia ser a solução: o programa de conversibilidade cambial do ministro da Economia do presidente Carlos Menem, Domingo Cavallo, em 1991. Apesar de ter derrubado a inflação de 2.313,96%, em 1990, para uma deflação de 1,07%, em 2001, a conversibilidade causou uma apreciação da moeda argentina, levando à deterioração da balança comercial, que passou de um superávit de USD 531 milhões em 1990 para um déficit de USD 586 milhões em 1997. Tal situação levou o governo argentino a aumentar seu endividamento em dólares para compensar essa fuga de recursos; a dívida externa argentina passou de USD 58,5 bilhões em 1991 para USD 130 bilhões em 1997. Para piorar, uma sequência de crises internacionais (Asiática em 1997, Rússia em 1998 e da desvalorização do Real em 1999) fez o cenário argentino se deteriorar rapidamente. Mas também houve problemas internos – como a renúncia do vice-presidente, Carlos Cacho Álvarez, em 2000 – que aceleraram a fuga de capitais e a pressão sobre o programa de conversibilidade, com os bancos argentinos perdendo USD 1,8 bilhão em apenas dois meses. O mentor da conversibilidade, Domingo Cavallo, foi chamado novamente para ser ministro da Economia e atuar como bombeiro para apagar as chamas; porém, na verdade, acabou atuando como incendiário ao anunciar o “Corralito”, que bloqueou as contas bancárias dos argentinos limitando os saques a 250 pesos semanais, o que aprofundou a recessão existente desde 1999. O produto interno bruto (PIB) caiu 5,4% só no quarto trimestre de 2001. O resultado desse verdadeiro “show de horrores” foi que, após a renúncia, seguida de fuga cinematográfica de Fernando de la Rúa, a Argentina teve quatro presidentes em duas semanas, e o PIB argentino registrou queda de 10,9% em 2002.

Naquele tempo, o Brasil sentiu o Efeito Orloff por algumas razões. A primeira era que a economia brasileira era mais ligada à argentina. Quase 9,0% de nossas exportações iam para a Argentina, e 11,0% de tudo que importávamos vinham de lá. Além disso, estávamos muito mais expostos à moeda estrangeira, com quase 25% de participação na dívida bruta do Tesouro Nacional sendo denominada em dólares, o que fazia com que o mundo nos visse como a

¹Nome dado em referência à propaganda da vodka Orloff: “Eu sou você amanhã”. Para os mais jovens, segue o link do anúncio na TV: <https://www.youtube.com/watch?v=r5-TspInLJU>.

“bola da vez”. Obviamente, ter uma eleição presidencial no horizonte, com um candidato de esquerda começando a despontar como favorito, não ajudava em nada. O resultado dessa combinação foi que, ao longo de 2001, o real perdeu quase 20% de seu valor em relação ao dólar, e o risco-país² passou de 749 para 978 pontos (tendo atingido 1.246 em seu pior momento, em outubro). Mas qual é a chance de esse cenário ocorrer em 2024? Baixa, e não porque a Argentina esteja longe de se transformar em um caldeirão como em 2001, mas porque o Brasil é muito diferente daquele do início do século XXI.

Para começar, o Brasil exporta para Argentina pouco mais de 5,0% do total de vendas externas, e esse número deve estar inflado pela seca histórica que arrasou as plantações argentinas em 2023. Do mesmo modo, compramos apenas 5,0% dos produtos importados da Argentina, menos da metade do que comprávamos em 2001. Além disso, a participação da dívida em moeda estrangeira no Brasil é de apenas 4,0%, o que contribui para que nosso risco-país, medido pelo EMBI, esteja em torno de 195 pontos (132 pontos pelo CDS). Por fim, no início de 2001 os ratings do Brasil e da Argentina eram os mesmos (BB- pela S&P); agora, somos BB, enquanto eles CCC- (ambos pela S&P). Ou seja, economicamente não temos mais tanta interdependência, as agências de rating nos diferenciam e, mais importante, os mercados nos colocam em prateleiras diferentes. Portanto, a chance de contágio em caso de crise na Argentina é baixa. Mas, e a chance de crise por lá? Essa é bem alta.

Ao contrário de Fernando de la Rúa, que tinha como principal problema fazer a transição para o fim do regime de conversibilidade que se mostrava insustentável, Javier Milei deve estar tendo dificuldades até de saber qual dos problemas atacar primeiro. A inflação deve ter fechado 2023 ao redor de 200% — embora não seja a hiperinflação do início da década de 1990, é a maior desde junho de 1991. A expectativa é de que o PIB tenha caído 1,4% no ano passado, enquanto, em outubro de 2023, o déficit primário acumulado no ano já estava em 1,6% do PIB, indicando que, no ano como um todo, devemos ver algo próximo dos 2,2% de 2022. Mas o pior não é isso. O pior é a crise do balanço de pagamentos que vive a Argentina, em grande parte consequência da seca histórica do ano que fez com que o país importasse, pela primeira vez na história, farelo de soja do Brasil. O déficit comercial acumulado no ano até setembro já chegou a USD 7 bilhões, aproximando-se do recorde histórico de 2017 (USD 8,3 bilhões). Considerando-se que os mercados internacionais estão fechados para captações do país, as reservas internacionais argentinas chegaram ao final de 2023 a aproximadamente USD 23 bilhões, mas, em termos práticos, estão negativas em USD 11 bilhões. Não por acaso, Milei arquivou a ideia de dolarizar a economia argentina. Como ele mesmo disse no dia de sua posse, *“No hay plata!”*.

O antigo ministro da Fazenda brasileiro Mario Henrique Simonsen dizia que “a inflação aleija, mas o câmbio mata”. Ou seja, não há nada mais preocupante para uma economia do que uma crise de balanço de pagamentos, como a que a Argentina vive neste momento. Então, o que fazer? Primeiro, rezar para que o clima em 2024 seja mais favorável e ajude as exportações argentinas; depois, tomar medidas para tirar liquidez da economia, reduzir a demanda e induzir os argentinos a trazerem de volta para a economia os dólares que têm guardados no exterior e “debaixo do colchão”

² Usamos aqui o EMBI (Emerging Markets Bond Index) Brasil, uma vez que o CDS (Credit Default Swap), mais adotado atualmente, só começou a ser calculado para o Brasil em outubro de 2001.

(está entre aspas, mas não necessariamente é uma figura de linguagem). Não sabemos se Milei está rezando, mas o resto, ele resolveu fazer de uma só vez.

Desde que assumiu a presidência da Argentina, em 10 de dezembro do ano passado, Javier Milei já anunciou três grandes pacotes de medidas: no dia 12 de dezembro, assinou 13 decretos; no dia 22 de dezembro, emitiu as *Bases para Reconstrução da Economia Argentina* via Decreto de Necessidade e Urgência (DNU), parecido com nossas Medidas Provisórias e, como tal, com vigência imediata; no dia 28 de dezembro, encaminhou ao Congresso um Projeto de Lei denominado *Lei de Bases e Ponto de Partida para a Liberdade dos Argentinos*, apelidada de “*Lei Ômnibus*”. Essas medidas vão desde apenas uma reorganização do Estado, com a redução dos ministérios de 18 para 9, até medidas que mexem profundamente com o dia a dia dos argentinos, como o fim dos subsídios de transportes, energia elétrica e combustíveis, a livre negociação nos contratos de trabalho e de aluguéis, a transformação das estatais em sociedades anônimas para futura privatização, a abertura do setor de aviação para empresas estrangeiras, a desvalorização cambial, a demissão de funcionários públicos, a redução do tempo de licença-maternidade, entre outras. Contudo, a mais polêmica foi declarar “emergência pública” nas áreas econômica, financeira, fiscal, de segurança e defesa, o que confere superpoderes a Milei até 2025, com a possibilidade de prorrogação por mais dois anos. Segundo o colunista Martín Rodríguez Yebra, do jornal *La Nación*, “a lei assegura a Milei o direito de intervir na vida cotidiana dos argentinos, amparado na ideia de que só o presidente encarna a vontade popular”. Além disso, de forma não menos polêmica, colocou em prática um protocolo de segurança que estabelece restrições a atos públicos não autorizados, um sacrilégio em um país onde existia uma agenda diária de manifestações nos telejornais matutinos.

São tantas mudanças feitas de uma só vez que nem dá para saber ao certo se há alguma chance de dar certo; entretanto, os maiores desafios dessas medidas não são econômicos, mas sim sociais e políticos.

Após o fim dos subsídios supracitados, sem que houvesse nenhum escalonamento, os preços dos ônibus subiram 45%; os do metrô, 45%; e os da gasolina, 90%. Com a desvalorização de mais de 50% do peso em relação ao dólar, os preços dos alimentos dispararam (a carne subiu 73% quase que imediatamente). Tudo isso deve esgarçar ainda mais o tecido social argentino; antes da posse de Milei, mais de 40% da população já estavam abaixo da linha de pobreza. Manifestações já tomam as ruas de Buenos Aires, mesmo com menos de um mês de governo. Mas a principal fraqueza de Milei é no Congresso, onde seu partido tem apenas 37 deputados de um total de 257 na Câmara Baixa e 7 senadores do total de 72 no Senado. O governo precisaria que todos os deputados do *Juntos por el Cambio*, partido de Mauricio Macri, dessem apoio para o governo para ter uma maioria apertada na Câmara Baixa (130 deputados); no Senado, nem assim seria possível, pois o máximo seriam 31 senadores, 6 a menos que o necessário. Dessa forma, há uma chance não desprezível de Milei ficar no pior dos mundos: ver suas medidas barradas no Congresso ou na Justiça, como no recente episódio das leis trabalhistas, não colhendo, portanto, os possíveis benefícios econômicos delas, enquanto seus efeitos deletérios sobre a população vão certamente cobrar o preço em termos de queda do apoio popular ao governo.

Nossa conclusão é que Milei escolheu o caminho que até poderia dar certo em uma ditadura, mas que tem poucas chances de sucesso em uma democracia. A possibilidade de que o Congresso dê os superpoderes pleiteados é baixa, e o apoio a seu governo vai diminuir à medida que a situação econômica piore, as manifestações cresçam e a repressão aumente. Já vimos isso acontecer na própria Argentina de Fernando de la Rúa e, mais recentemente, no Chile de Sebastián Piñera, com resultados não muito favoráveis para quem está no poder. Tudo bem que Milei não tem nem um mês de governo e é muito cedo para fazer qualquer previsão; no entanto, assim como no tênis de mesa, na política, *“quanto mais forte você bate na bolinha, mais rápido ela volta”* – e o novo presidente argentino tem batido bem forte. A boa notícia para nós brasileiros é que, ao contrário de 2001, não veremos um Efeito Orloff sobre os ativos brasileiros, e os impactos em nossa economia serão marginais.

P.S.: Como o dólar fechou 2023 a R\$ 4,86, mudamos nossa projeção para 2024 de R\$ 5,20 para R\$ 5,05.

Frase da Semana

“Donde acaba la razón, empieza la Argentina (onde termina a razão, começa a Argentina).”

Ditado argentino

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	4,60	4,00
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	9,00
USDBRL	5,28	4,86	5,05
PIB (%)	2,90	3,00	2,10