

Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas

Luciano G. Coutinho e Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

Introdução

As teorias do desenvolvimento econômico, de todos os matizes e inspirações teóricas, sempre tomaram por suposto a necessidade de um papel ativo para o Estado e para a política econômica. A constituição de condições mínimas (financeiras, infra-estruturais, institucionais, etc.) para deslanchar os processos de acumulação de capital e a transformação das condições da educação, do mercado de trabalho, da agricultura, da indústria pesada, etc. eram tidas, indubitavelmente, como tarefas do Estado. Não obstante as teorias divergissem a respeito das prioridades e da ênfase, dos mecanismos e políticas, não se imaginava que o Estado devesse se eximir da responsabilidade de promover e atuar sobre o processo de desenvolvimento.

Ao longo das três décadas da idade de ouro do Sistema de Bretton Woods, as políticas de proteção e de promoção da industrialização foram acolhidas como legítimas e necessárias. Outra vez as divergências diziam respeito ao grau de proteção, ao estilo de intervenção, à extensão da estatização da indústria de base e à forma de inserção internacional das economias em processo de industrialização. Debatia-se a respeito da intensidade relativa e da combinação destes ingredientes, mas não se disputava a inevitabilidade de que estivessem presentes. Em muitos casos admitia-se o uso de barreiras tarifárias bastante elevadas, para atrair investimentos diretos estrangeiros. Tudo se conformava, coerentemente, à ordem internacional estabelecida pelo regime Bretton Woods.

Em contraste, nos anos 90, a hegemonia do pensamento neoliberal instituiu um novo paradigma, em que o predomínio das relações de mercado (com privatização e desregulamentação) minimizaria incisivamente o papel que deveria ser desempenhado pelo Estado. Sob a égide da globalização, com o estreitamento das conexões internacionais de comércio, investimento e fluxos de capitais, a política de desenvolvimento se reduziria à criação das condições propícias para atrair investidores, lubrificando-se ao máximo a liberdade privada de acumulação. Ao Estado incumbiria, no máximo, suprir certas externalidades, assegurando principalmente a estabilidade de preços sob uma política fiscal austera e liberdade cambial. Neste contexto, a teoria do desenvolvimento perderia substância, sendo inútil empenhar energias na reflexão sobre como engendrar processos de desenvolvimento – os mercados e a exposição das economias às forças benéficas da competição global seriam respostas suficientes.

O objetivo do presente artigo é de demonstrar que nem o desenvolvimento nem a estabilização estão automaticamente assegurados pela globalização. Esta, ao contrário, tende a submeter as economias em desenvolvimento – particularmente as da América Latina – a novas armadilhas e constrangimentos macroeconômicos que poderão custar longos anos de sacrifício e estagnação. Depois de amargar uma “década perdida”, pela crise da dívida dos anos 80, é trágico que a região se deixe vulnerabilizar novamente como resultado da plethora de capitais que passaram a afluir nos anos 90.

É certo que os Estados Nacionais vêm sendo enfraquecidos pela globalização. No entanto, como veremos adiante, sem um Estado capaz de preservar minimamente um espaço de autonomia para a sua gestão macroeconômica, particularmente no que toca às taxas de câmbio e de juros e à sustentação de condições saudáveis em seu balanço de pagamentos, a submissão às finanças globalizadas pode ser traiçoeiramente deletéria para o desenvolvimento. Buscou-se enfatizar neste texto a natureza das experiências recentes de estabilização na região e inquirir sobre as condições e requisitos para escapar das armadilhas derivadas da apreciação cambial. Empreendeu-se, também, uma reflexão sobre o novo paradigma tecnológico e organizacional da indústria, o que exige novas capacitações e maior poder de coordenação por parte do Estado, revestindo as políticas de desenvolvimento de novas e complexas exigências e condições.

1. As transformações financeiras globais

1.1. Riqueza financeira, política econômica e mecanismos de transmissão nas economias contemporâneas

É amplamente reconhecida a influência exercida pelos estoques de ativos financeiros (e respectivos mercados) sobre as políticas econômicas e sobre o funcionamento das economias contemporâneas. Conforme estimativas do BIS, o valor de mercado deste estoque de riqueza financeira saltou de US\$5 trilhões, no início dos anos 80, para cerca de US\$35 trilhões em 1995, (um crescimento de 800% em quinze anos). Neste mesmo ano, o volume de transações transfronteiras com estes papéis alcançou 140% do PIB do G-7, contra 35% em 1985.¹

A novidade nestes mercados de finanças “securitizadas” é a participação crescente das famílias, como ofertantes de fundos e detentoras de papéis, através dos investidores institucionais (fundos de pensão, fundos mútuos e seguradoras). Na outra ponta, os emissores são basicamente os Tesouros Nacionais (com

(1) A importância quantitativa do mercado global de capitais vem sendo documentada por várias publicações e pesquisas. Um sumário abrangente pode ser encontrado em IMF (1996).

destaque para os Estados Unidos), grandes empresas e bancos. Diferentemente do que ocorreu no pós-guerra até o início dos anos 80, a transformação das poupanças em créditos bancários cedeu lugar à finança direta, mobilizada através dos mercados dos ativos.

Os mercados em que são transacionados estes ativos financeiros possuem características também bastante conhecidas:

- profundidade, isto é, mercados secundários de grande porte que garantem elevado grau de negociabilidade aos papéis de distintas características, denominações monetárias e prazos de maturação;
- liquidez e mobilidade, ou seja, relativa facilidade de entrada e de saída das posições assumidas;
- volatilidade, decorrente de mudanças freqüentes nas expectativas a respeito da evolução dos preços dos diferentes ativos, denominados em moedas distintas.

A volatilidade, associada às demais características, suscitou o desenvolvimento de instrumentos de *hedge*, chamados derivativos, que buscam neutralizar os riscos de perda de rendimento e/ou de capital. Estas operações tomam a forma de contratos de compra e venda, *swaps* ou opções em datas futuras, intermediadas principalmente pelos bancos, com lastro em títulos de alta qualidade. O valor nocional do estoque de contratos de derivativos atingiu, segundo o BIS, US\$40 trilhões em abril de 1995.

É ingenuidade supor que este mercado atenda aos requisitos de eficiência, no sentido de que não possam existir estratégias “ganhadoras” acima da média, derivadas de assimetrias de informação e de poder. Os protagonistas relevantes nestes mercados são, na verdade, os grandes bancos, os fundos mútuos e a tesouraria de grandes empresas que decidiram ampliar a participação da riqueza financeira em seu portfólio. Em condições de incerteza radical, estes agentes são obrigados a formular estratégias com base em uma avaliação “convencionada” sobre o comportamento dos preços. Dotados de grande poder financeiro e de influência sobre a “opinião dos mercados”, eles são na verdade formadores de convenções, no sentido de que podem manter, exacerbar ou inverter tendências. Suas estratégias são mimetizadas pelos investidores com menor poder e informação, ensejando a formação de bolhas altistas e de colapsos de preços.

É um truísmo afirmar que estes mercados são intrinsecamente especulativos, uma vez que as posições “compradas” e “vendidas” são sempre tomadas em relação às expectativas de variação dos preços dos ativos cujos estoques já existentes determinam as condições de formação dos preços dos fluxos de novas emissões. O problema é que nestes mercados dominados pela “lógica dos estoques” a especulação não é estabilizadora nem autocorretiva, ao contrário do que procuram afirmar os monetaristas clássicos e os partidários das expectativas racionais, porquanto a coexistência entre incerteza, assimetria (de

poder e de informação) e mimetismo freqüentemente dá origem a processos auto-referenciais, instáveis e desgarrado dos “fundamentos”.

Desde a afirmação de sua supremacia, em meados dos anos 80, os mercados financeiros foram palco de uma sucessão de episódios críticos. Entre eles estão o *crash* das bolsas de valores em 1987, o *crash* dos mercados imobiliários em 1989, o colapso da Bolsa de Tóquio em janeiro de 1990, os ataques especulativos às moedas fracas do SME em 1992 e 1993, a crise no mercado americano de bônus em meados de 1994 e, finalmente, a crise mexicana de dezembro do mesmo ano. Isto para não falar da forte desvalorização do dólar em abril/junho de 1995 e da instabilidade da Bolsa nova-iorquina em 1996.²

Os momentos de ruptura de um determinado estado de convenções que sustentava uma onda de especulação altista costumam resultar, nos mercados com as características descritas, em agudas deflações de preços dos ativos sobrevalorizados. É freqüente que, nestas ocasiões, os prejuízos sejam consideráveis para os agentes cujas carteiras carregavam grandes posições nestes ativos. A questão torna-se ainda mais delicada quando se sabe que estas posições podem estar, em geral, muito alavancadas, apoiadas na expansão do crédito bancário.³

Quanto mais abrupta e “inesperada” a deflação de ativos, maior será o número de agentes relevantes atingidos por severos desequilíbrios patrimoniais, que podem culminar na disrupção das cadeias de pagamento, gerando uma crise de liquidez sistêmica.

Diante da importância da “economia de ativos” na formação do patrimônio das famílias, empresas e bancos, é inconcebível que as autoridades monetárias possam permitir uma espiral aguda de queda de preços. Todos os episódios antes mencionados mostraram, aliás, que os Bancos Centrais foram pródigos nas intervenções destinadas ao refinanciamento dos desequilíbrios incorridos pelos agentes. Particularmente emblemáticas foram as operações de sustentação da liquidez no *crash* de 1987 e a de prevenção de um segundo *default* mexicano no início de 1995.

Em suma, mais do que em qualquer outro período da história econômica, as políticas monetárias estão severamente constringidas pelas tensões e desequilíbrios que nascem dos mercados financeiros. As intervenções destinadas a conter crises sistêmicas criam inevitavelmente riscos morais. Para evitar que este tipo de intervenção de última instância seja freqüente, agravando o “moral *hasard*”, as autoridades vêm-se forçadas a tentar administrar “aterrissagens suaves”. Com isto não conseguem desestimular as tendências especulativas dos mercados, agravando o viés altista que potencializa os problemas de sobrevalorização dos ativos.

(2) Uma avaliação competente desta seqüência de crises financeiras pode ser encontrada em Philip (1995).

(3) Sobre as rupturas dos estados de convenções ver Orlean (1987).

1.2. O ciclo comandado pela dinâmica financeira e as limitações da política monetária⁴

É possível afirmar que as autoridades monetárias passaram a temer a progressiva severidade e a generalização dos efeitos perversos das reversões cíclicas engendradas nos mercados financeiros. Não é preciso insistir na constatação de que – tanto para as empresas quanto para as famílias – uma pronunciada e súbita reversão do ciclo de “inflação de ativos” tende a acarretar o aparecimento de desequilíbrios patrimoniais.

Estes desequilíbrios permanecem encobertos na etapa altista do ciclo, quando ocorre a rápida valorização das ações das empresas e de seu portfólio de ativos, bem como do patrimônio financeiro e imobiliário das famílias. Esta valorização estimula o sobreendividamento daqueles agentes, impulsionando o consumo, o investimento produtivo e a própria valorização fictícia da riqueza financeira.

As expectativas de valorização de ativos cuja oferta é relativamente rígida provocam, de fato, uma “explosão” de preços cuja continuidade é sustentada pela crescente atração de recursos da circulação industrial para a circulação financeira. A confirmação dos ganhos de capital antecipados reforça a febre especulativa e induz as famílias, as empresas, os bancos e demais intermediários, com posições próprias, a aumentarem o seu grau de “alavancagem” no mercados de ativos financeiros e imobiliários, favorecendo a progressão do surto “inflacionário”. Essa característica dos ciclos na etapa atual explica o desempenho medíocre do investimento produtivo, com a exceção dos setores que lideram a inovação tecnológica, particularmente na telemática, cuja dinâmica é tipicamente schumpeteriana.

A economia começa a se “aquecer”, impulsionada pela ampliação do consumo das famílias e do investimento das empresas. Intensifica-se a pressão sobre o crédito e acelera-se a escalada de valorização da riqueza financeira e imobiliária. Aos primeiros sinais de aquecimento do nível de atividade e diante da percepção de que os ativos estão sobrevalorizados e as taxas de juros de longo prazo estão baixas – diante da inflação projetada – os agentes mais ágeis atiram primeiro e precipitam um *sell off*, provocando uma espiral baixista dos preços dos títulos e, conseqüentemente, as taxas de juros longas se elevam abruptamente. Com isso, o mercado emite sinais para as autoridades monetárias de que considera adequada e, ao mesmo tempo, inquietante a elevação das taxas de juros curtas. Isto explica, aliás, o aumento da volatilidade dos preços (e das taxas longas)

(4) A relevância das novas condições financeiras para o ciclo econômico, descrita nesta seção foi em boa medida inspirada em Aglietta (1995).

durante as etapas de baixa do ciclo financeiro. Parece ser uma peculiaridade destes mercados de riqueza e de sua dinâmica cíclica, a endogenização dos movimentos da taxa de juros longa e a subordinação do manejo das taxas curtas às expectativas que comandam as alterações no curso das primeiras. Esta relação entre as taxas longas e curtas parece ser hoje muito mais complexa do que as observadas por Keynes ao analisar os mercados financeiros de sua época, quando era mais definida a separação entre mercados financeiros e monetários, com mecanismos de transmissão mais claros das taxas curtas para as longas.

A deflação de preços nos mercados da riqueza tende sempre a desvelar a existência de situações de fragilidade financeira e, em muitos casos, de patrimônios líquidos negativos ou prestes a se tornarem negativos. Os efeitos sobre o nível de atividade são, portanto, mais desfavoráveis nestes ciclos comandados pela dinâmica dos mercados financeiros. As empresas contraem velozmente o investimento e cortam drasticamente a folha de salários, com o propósito de atender à súbita elevação da carga de juros sobre a receita operacional. As famílias, premidas pela desvalorização de seu portfólio financeiro e pelo temor da inadimplência, restringem o consumo e elevam a poupança, tentando restabelecer a relação desejada entre riqueza e renda. Isto significa que são muito poderosas as forças que tendem a empurrar a economia para uma trajetória depressiva e deflacionária. Diante desta perspectiva, os Bancos Centrais são obrigados a reduzir substancialmente as taxas de juros, para facilitar a solvência dos desequilíbrios, lubrificando o refinanciamento das posições com “custos” financeiros atenuados.

A crise *finance-led* do início dos anos 90 (*crash* da Bolsa de Tóquio, colapso dos preços dos ativos imobiliários e surtos baixistas nos mercados de bônus) foi seguida de um longo período de juros baixos que, no entanto, só conseguiram dissolver os desequilíbrios patrimoniais de empresas e famílias, no caso dos Estados Unidos, depois de mais de três anos de recessão e de ajustamento. No Japão e na Europa este processo ainda se arrasta até hoje. A recuperação americana pós-93 foi outra vez liderada por uma rápida elevação do preço dos ativos, particularmente das ações, acompanhada por forte crescimento dos preços das *commodities*, o que suscitou elevações sucessivas, pelo FED, das taxas curtas nos Estados Unidos.

A subida da *Federal Fund's Rate* nos primeiros nove meses de 1994 foi bem acolhida inicialmente pelos mercados financeiros que a entenderam como tempestiva e adequada, provocando, paradoxalmente, uma firme valorização no mercado de bônus e queda das taxas de longo prazo. Subitamente, porém, as expectativas se alteraram, desencadeando uma crise no mercado americano de bônus, forte subida nas taxas longas e saída de capitais dos mercados emergentes mais fragilizados pelos desequilíbrios de balanço de pagamentos, precipitando, no final deste mesmo ano, o (segundo) colapso mexicano.

As políticas monetárias nos países centrais movem-se, portanto, em um corredor estreito entre a obrigação de prevenir as deflações agudas, através de repetidas intervenções de última instância (sempre acompanhadas de risco moral) e a necessidade de regular a estabilidade da economia, evitando sobretudo a formação de bolhas especulativas que, nas condições atuais, acarretam, quase sempre, situações de fragilidade e de miopia financeira.

Depois dos episódios referidos, são compreensíveis as hesitações do *Federal Reserve*, neste momento, em elevar as taxas de curto prazo. Mesmo diante da firme evolução, em curso, do nível de atividades e dos sinais emitidos pelo mercado de trabalho – interpretados como evidências de aquecimento “excessivo” – o Comitê de *Open Market* tem procrastinado a decisão antecipada pelos mercados. Desde o final do ano passado, as taxas longas vêm ensaiando uma subida mais acentuada, antevendo um ajuste das taxas curtas pelas autoridades monetárias. Estas até agora preferiram apostar em uma “autocorreção” endógena e moderada do ciclo financeiro recente, temendo que uma nova elevação das taxas, ainda que moderada, possa determinar alterações mais drásticas nas expectativas, capazes de produzir não só uma “correção de preços” dos ativos, mais forte do que a desejada, mas também desastres de grandes proporções nos mercados emergentes.

1.3. Ciclo financeiro, política monetária e taxas de câmbio

As políticas monetárias sofrem, ainda, constrangimentos cambiais decorrentes da coexistência entre mercados financeiros “globalizados” e um sistema internacional plurimonetário, com taxas flutuantes de câmbio entre as três principais moedas. Isto não seria tão problemático se o país detentor da moeda central – ou seja aquela em que são denominados a maioria dos contratos e que funciona como meio de pagamento preferencial no conjunto das transações – não fosse, ao mesmo tempo, devedor líquido e cronicamente deficitário em conta corrente. Hicks diria que a situação atual do dólar revela que estamos diante de um caso em que a moeda central é uma moeda fraca.

Isto coloca a política monetária americana diante de decisões delicadas. As políticas expansionistas ou de taxas de juros baixas, frequentemente reclamadas quando a economia está em recessão (e, portanto, atravessando um período de digestão dos desequilíbrios acumulados na etapa expansiva do ciclo financeiro), encontram um limite na necessidade de se preservar a função de reserva de valor internacional da moeda americana. É sobretudo em sua função de ativo ou de denominador de ativos que o dólar, como qualquer outra moeda, está sujeito às flutuações mais instabilizadoras, em um mundo onde há intensa mobilidade de capitais. Os mercados cambiais, com elevados volumes de negócios

(US\$1,3 trilhão/dia), oferecem aos detentores de riqueza renovadas oportunidades de especulação quanto ao curso futuro das moedas e ensejam espaços importantes de arbitragem entre taxas de juros dos ativos emitidos em moedas distintas.

Os agentes que administram grandes carteiras buscam combinar ativos que prometem elevados ganhos de capital, considerando o preço do ativo na moeda de denominação e a expectativa de valorização/desvalorização cambial. Os movimentos tendem a se auto-reforçar quando, por exemplo, determinados ativos subvalorizados sofrem um súbito choque de demanda e ingressam em uma espiral altista de preços que, ao mesmo tempo, suscita a valorização cambial. Em outras ocasiões, a promessa de ganhos especulativos está concentrada na expectativa de valorização/desvalorização de uma moeda. Quando especuladores de grande porte atacam uma moeda, torna-se difícil para os bancos centrais defendê-la simplesmente através do aumento das taxas de juros. Esta providência pode até mesmo agravar o problema quando as posições cambiais estão protegidas por derivativos cujo preço se move na mesma direção das taxas de juros, conforme assinalou Kregel no seu artigo sobre a especulação contra a lira em 1992 (Kregel, 1994).

A estreita interdependência entre as expectativas que se formam nos mercados cambiais e financeiros vem criando fortes restrições ao raio de manobra das políticas monetárias. Isto é ainda mais verdadeiro para os países de moeda fraca.

O socorro americano ao México realizado, no início de 1995, através do Tesouro, reverteu a subida das taxas de juros curtas nos Estados Unidos. Esta providência foi tomada para aliviar as tensões que se propagavam rapidamente para outros mercados emergentes da América Latina, como o Brasil e sobretudo a Argentina. Concomitantemente, iniciou-se uma fase de rápida desvalorização do dólar em relação ao marco e ao yen, só revertida no segundo semestre de 1995, através de uma operação coordenada entre os bancos centrais. A reversão ocorreu, antes de mais nada, por conta de reduções das taxas de juros na Alemanha e no Japão. Os alemães buscavam dar vigor ao débil crescimento e escapar das taxas de desemprego mais elevadas do pós-guerra. Os japoneses tratavam de arrancar a economia da depressão e enfrentar a crise financeira e bancária que se aprofundava. A conjuntura de desaquecimento na Europa e no Japão facilitou sobremodo esta coordenação.

A incerteza, criada nos mercados latino-americanos pelo episódio mexicano, provocou mais um capítulo da fuga para a qualidade. Os investidores nativos e estrangeiros nos mercados emergentes buscaram refúgio no dólar, contribuindo assim para atenuar a desvalorização da moeda americana.

Se, por acaso, o colapso mexicano e a intervenção de última instância dos Estados Unidos tivessem ocorrido em um momento de sincronização do ciclo expansivo entre o país detentor da moeda central e os dois outros de moeda

“forte” – o marco e o yen – provavelmente as pressões sobre o dólar teriam sido ainda maiores. Não é improvável que o *Federal Reserve* tivesse que elevar ainda mais as taxas de juros sobre o dólar, criando um impasse dramático entre a necessidade de sustentar o dólar e evitar uma crise global dos mercados financeiros, a partir do colapso dos “emergentes”.

Na verdade, apenas por razões circunstanciais, uma crise financeira de grandes proporções ocorrida na área do dólar não exigiu realinhamentos cambiais e movimentos nas taxas de juros causadores de maior instabilidade.

2. Formas de inserção e risco de bloqueio ao desenvolvimento

2.1. Estabilização em economias de alta inflação em um contexto de liberalização e globalização financeira

A América Latina, durante a década dos 80, experimentou um longo período de inflação elevada, entremeado por surtos de hiperinflação, o que, em alguns casos, culminou na destruição dos padrões monetários nacionais.

A brusca ruptura dos fluxos de financiamento externo, no início da década, desencadeou uma severa crise cambial, que se desdobrou em grave desestruturação fiscal e na progressiva perda de capacidade de gestão monetária por parte do Estado. Sob o impacto de significativas desvalorizações cambiais, a desestruturação fiscal foi o resultado do esforço de refinarciar ou encampar as dívidas em moeda estrangeira do setor privado ou do próprio setor público, em uma situação em que as receitas tributárias eram declinantes em termos reais, diante da aceleração da inflação e da trajetória recessiva da economia.

A mudança de preços relativos a favor dos *tradeables* provocou uma importante reação das exportações do setor privado que, desonerado da dívida externa, se tornou gerador líquido de divisas. O Estado, por outro lado, devendo adquirir as divisas necessárias ao pagamento do serviço da dívida externa em uma situação de penúria fiscal, viu-se obrigado a recorrer ao endividamento interno de curto prazo. Os prêmios de risco, exigidos pelos mercados financeiros para atender às crescentes necessidades de financiamento do setor público, refletiram-se em taxas de juros reais *ex-ante* elevadas, logo tornadas negativas pela aceleração inflacionária. A necessidade de neutralizar a incerteza quanto ao valor dos ativos financeiros e de seu rendimento real levou a um “aperfeiçoamento” dos sistemas de indexação. No caso do Brasil, a indexação diária chegou a abranger todos os ativos financeiros, inclusive os saldos monetários, o que “endogeneizou” completamente a oferta de moeda e tornou a política monetária prisioneira das expectativas privadas. O Banco Central estava constrangido a garantir liquidez para a massa de riqueza financeira de curtíssimo prazo, sob pena de desencadear

uma fuga para os bens e ativos reais, provocando a erupção da hiperinflação aberta.

Retrospectivamente podemos dizer que esta transformação da crise cambial em uma crise aguda do padrão monetário decorreu, em boa medida, das políticas de ajustamento recomendadas pelos organismos multilaterais. A combinação entre tentativas de desvalorização real da taxa de câmbio e austeridade fiscal/monetária revelou-se inconsistente, em uma circunstância em que o Estado carregava estoques muito elevados de dívida em moeda estrangeira e, ademais, só tinha condições de financiar a transferência de recursos para o exterior através da ampliação do endividamento interno de curto-prazo.

A insistência dos organismos multilaterais neste tipo de ajustamento, cujos resultados foram contraproducentes do ponto de vista da inflação, levou as autoridades econômicas latino-americanas a buscar alternativas heterodoxas. Estas alternativas concentraram-se na tentativa de desmontar os abrangentes sistemas de indexação. Estes programas procuraram fixar âncoras nominais, através do congelamento de preços e da taxa de câmbio. Foi possível bloquear temporariamente a inflação, mas o choque de demanda decorrente da estabilização súbita e a fragilidade estrutural da situação cambial terminaram por derrotar todas as experiências heterodoxas.

No início dos anos 90, a persistência da crise hiperinflacionária provocou uma fadiga generalizada da alternância entre políticas convencionais e heterodoxas. Neste momento, à notável reversão dos fluxos de capitais em favor dos mercados emergentes, associa-se a consolidação de uma nova proposta “reformista” por parte dos organismos multilaterais.

A nova agenda de reformas foi codificada por John Williamson sob a epígrafe do “Consenso de Washington”, cujos pontos principais são bem conhecidos: austeridade fiscal, abertura comercial e ao investimento estrangeiro direto, liberalização cambial e financeira, desregulamentação, privatização e redução do papel do Estado. Como veremos mais adiante, a implementação desta agenda, em um contexto de abundante influxo de capitais privados, ensejou a execução de programas de estabilização fortemente apoiados na “ancoragem” cambial. Estes programas, ao contrário de seus antecessores, foram extraordinariamente bem sucedidos, tanto em termos de queda rápida das taxas de inflação quanto em relação ao sacrifício de PIB potencial.

Embora a reversão do fluxo de capitais tenha sido o fator crucial do sucesso das novas experiências de estabilização, as honrarias foram atribuídas às virtudes das reformas “estruturais” advogadas pelo Consenso. A adesão ao novo ideário ocorreu com tal intensidade que suscitou uma reavaliação radical do desenvolvimentismo e das políticas de substituição de importações que marcaram a América Latina durante a *era dourada* de Bretton Woods.

A substituição de importações passou a estar na origem de todos os males. Entre eles não podem ser esquecidos: o fechamento da economia, a má alocação de recursos, a baixa competitividade da indústria e, *last but not least*, a desordem fiscal e monetária que conduziu à hiperinflação.

Esta interpretação peculiar das “consequências” do modelo de substituição de importações ignora o fato, sobejamente reconhecido na América Latina, de que o processo de industrialização induzido pelo protecionismo já havia esgotado o seu potencial dinâmico na segunda metade dos anos 70.

É bom notar que boa parte dos críticos do *Consenso de Washington* já havia apontado a exaustão do chamado modelo de substituição de importações, sublinhando alguns desafios importantes que estavam postos em meados da década dos 70:

- a criação dos instrumentos e instituições de mobilização da poupança doméstica, particularmente para suportar o financiamento de longo prazo;
- a reestruturação e modernização da grande empresa de capital nacional e de suas relações com o Estado;
- a constituição do que Fernando Fajnzylber chamava de “núcleo endógeno de inovação tecnológica”.

Evidentemente estas questões não eram de fácil encaminhamento. Mas estavam, sem dúvida, claramente formuladas pelos que pretendiam a superação do processo de substituição de importações, preservando os avanços conquistados até então. No caso do Brasil, por exemplo, o último esforço de integração da matriz industrial, entre 1974 e 1978, sob o II PND, levou à exasperação o descompasso entre um nível elevado de formação bruta de capital e as condições domésticas de financiamento. Apesar das intenções do governo brasileiro, o robustecimento, a modernização e a capacitação tecnológica da empresa nacional não avançaram o suficiente.

O segundo choque de preços do petróleo e o choque de juros promovido por Paul Volker no final de 1979 mudaram radicalmente as condições externas e decretaram a obsolescência da agenda reformista dos anos 70. Foi exatamente a severa crise cambial que se abateu sobre a América Latina, no início dos 80, o fator essencial da sobrevida do processo de substituição de importações, até mesmo em segmentos produtivos em que a escala do mercado interno não recomendaria a produção doméstica. Mas, sob condições de forte estrangulamento cambial, tornou-se racional, ainda que não eficiente, substituir importações para poupar divisas.

Boa parte da capacidade produtiva criada na década dos 70 foi empurrada para a exportação à custa de estímulos fiscais e cambiais. Rapidamente a América Latina passou a exibir superávits comerciais expressivos, destinados a financiar as duras penas o serviço da dívida. Foi a ruptura do regime de financiamento externo das economias que determinou a desorganização das finanças públicas, o

descontrole do processo inflacionário e as distorções alocativas decorrentes da penúria cambial. Os controles draconianos que resultaram na redução significativa do coeficiente de importação foram ditados pelas circunstâncias adversas e não criados por uma doentia mentalidade autárquica, como atualmente se pretende afirmar.

Se alguma lição pode ser extraída da chamada “década perdida”, ela tem a ver com as conseqüências funestas de se tornar a economia excessivamente dependente do financiamento externo.

Também não é possível entender a natureza e o sucesso – assim como os problemas – dos programas de estabilização da primeira metade dos anos 90 na América Latina, sem levar em conta a consolidação do predomínio da nova finança, ocorrida durante a década anterior, mas também e, principalmente, sem considerar a etapa do ciclo financeiro em que nascem os chamados “mercados emergentes”.

O traço comum dos programas “heterodoxos de segunda geração” foi a utilização, com maior ou menor rigidez, do compromisso de manter a taxa de câmbio nominal como âncora do processo de desinflação. Naturalmente a credibilidade da âncora cambial teria sido menos ampla e eficaz, estivessem os países em um estágio menos avançado do processo de substituição monetária e, em alguns casos, de “dolarização” e, principalmente, não contassem com expressivas reservas em divisa estrangeira, acumuladas antes ou concomitantemente à deflagração das estratégias desinflacionárias.

Independentemente da situação macroeconômica dos países receptores, o início dos anos 90 foi caracterizado pela notável recuperação dos influxos de capitais privados para os países da América Latina, depois do longo período de estiagem que se seguiu à crise da dívida dos anos 80. Apesar da retórica “reformista” que escoltou e ainda acompanha o retorno dos capitais privados às praças latino-americanas, a verdade é que se tratou apenas, pelo menos no primeiro momento, do tradicional e conhecido *money chasing yield*, como bem o professor Hyman Minsky caracterizou este fenômeno.

O fator decisivo para a transformação dos países latino-americanos, de doadores de “poupança” em receptores de recursos financeiros foi, sem dúvida, a deflação da riqueza mobiliária e imobiliária observada já no final de 89, nos mercados globalizados. Como já foi dito, esta profunda recessão *financial-led* exigiu grande lassidão das políticas monetárias nos países desenvolvidos, com o propósito de tornar possível a digestão dos desequilíbrios correntes e no balanço patrimonial de empresas, bancos e famílias, envolvidos com o exuberante surto de valorização de ativos que se seguiu à intervenção salvadora de 1987.

Ao estado quase depressivo dos mercados de qualidade e à situação de sobreliquidez, causada por um período prolongado de taxas de juros muito baixas, juntou-se um quadro, nos “mercados emergentes” latino-americanos, de estoques

de ações depreciados, governos fortemente endividados e proprietários de empresas públicas privatizáveis distribuídas por vários setores da economia, além das perspectivas de valorização das taxas de câmbio e da manutenção de taxas de juros reais elevadas, em moeda forte, mesmo depois da estabilização.

Os países da periferia, até então submetidos às condições de ajustamento impostas pela crise da dívida, foram literalmente capturados pelo processo de globalização, executando seus programas de estabilização de acordo com as normas dos mercados financeiros liberalizados. Em primeiro lugar, é preciso entender que a regra básica das estabilizações com abertura financeira é a da criação de uma oferta de ativos atraentes que possam ser encampados pelo movimento geral da globalização. Neste rol estão incluídos títulos da dívida pública, em geral curtos e de elevada liquidez; ações de empresas em processo de privatização; bônus e papéis comerciais de empresas e bancos de boa reputação; e posteriormente, ações depreciadas de empresas privadas, especialmente daquelas mais afetadas pela abertura econômica e pela valorização cambial.

Diante da fragilidade intrínseca das moedas recém-estabilizadas, estes ativos precisam prometer elevados ganhos de capital e/ou embutir prêmios de risco em suas taxas de retorno. Cria-se assim uma situação, na qual a rápida desinflação é acompanhada por uma queda muito mais lenta das taxas nominais de juros. As taxas reais não podem ser reduzidas abaixo de determinados limites, dados os *spreads* exigidos pelos investidores estrangeiros para adquirir e manter em carteira um ativo denominado em moeda fraca.

Nos portfólios dos grandes investidores dos mercados globalizados, os ativos oferecidos pelas economias com histórias monetárias turbulentas são naturalmente os ativos de maior risco e, portanto, aqueles que se candidatam em primeiro lugar a movimentos de liquidação, no caso de mudanças no ciclo financeiro. Independentemente do que possa ocorrer com o ciclo financeiro, os mercados emergentes também estão, em geral, mais sujeitos às alterações nas opiniões dos mercados quanto à sustentabilidade dos respectivos regimes cambiais. Isto significa que os seus processos de estabilização são, indubitavelmente, vulneráveis, em proporção direta ao grau de dependência do ingresso de recursos externos (déficit em conta corrente) e vulneráveis, também, a problemas de inconsistência dinâmica, como veremos a seguir.

2.2. Regime de âncora cambial e problemas de inconsistência dinâmica: considerações sobre o caso brasileiro

A estabilização conquistada nestas condições coloca-se sob ameaça permanente de ruptura. Em tese, é correta a afirmação de que a utilização da âncora cambial deveria ser temporária e que a estabilização definitiva deveria

repousar em uma situação fiscal sólida do ponto de vista intertemporal. Na opinião dos mercados financeiros, os países com tradição de inflação alta e freqüentes desarranjos monetários precisariam oferecer, por algum tempo, a garantia de um superávit fiscal estrutural, ainda que seja admitido o aparecimento de déficits temporários, determinados pelas flutuações cíclicas da economia.

É conhecida a dificuldade de estimar-se, em meio a uma inflação muito elevada, a real situação financeira do setor público, porquanto um dos efeitos da inflação, mesmo com indexação generalizada mas sempre imperfeita, é o de dificultar o cálculo do valor que os estoques de dívida e os fluxos de receita e de despesa, assim como os custos reais do endividamento, terão, depois de estabilizada a moeda. Assim, por exemplo, os pagamentos de salários ao funcionalismo cresceram rapidamente em termos reais, como decorrência de aumentos concedidos pouco antes da queda vertiginosa das taxas de inflação e, portanto, da redução do imposto inflacionário. Isto também é válido, obviamente, para outras despesas cujo valor nominal era indexado de forma muito imperfeita aos índices de preços. No caso brasileiro, o efeito Tanzi sobre as receitas do governo parece ter sido menos importante do que em outros países, porque a longa convivência com a inflação elevada foi promovendo uma indexação mais apropriada das rendas do Estado.

Assim, apesar de o governo contar com a possibilidade de contingenciar despesas através da redução das transferências vinculadas (por exemplo, via “Fundo Social de Emergência”), a suspeita de inexistência de uma situação fiscal pelo menos próxima àquela considerada ideal deixou a estabilização a cargo da sobreutilização da taxa de câmbio nominal e das taxas de juros elevadas como instrumentos da desinflação rápida. Como é sabido, o Banco Central permitiu uma apreciação nominal “excessiva” do real nos primeiros dois meses do Plano.

Como era de se esperar, a rápida acumulação de reservas – temporariamente interrompida logo depois da crise mexicana – e as taxas de juros reais – que se elevaram desmesuradamente depois desta mesma crise, caindo muito gradualmente depois – provocaram um crescimento acelerado da dívida pública, ampliando a fragilidade financeira em todas as esferas de governo. Isto aconteceu, a despeito da elevada taxa de crescimento do produto e da receita de impostos entre setembro de 1994 e abril/maio de 1995. Esse forte surto de crescimento, é sabido, resultou do fim do “imposto inflacionário” que incidia sobre a massa de salários e demais rendimentos imperfeitamente indexados, particularmente dos estratos sociais de baixa renda, que não dispunham de acesso aos mecanismos de proteção contra a inflação elevada, da queda nominal das taxas de juros sobre as aplicações financeiras – até então destinadas a proteger os saldos líquidos contra a corrosão inflacionária – e da recuperação do crédito de curto prazo para a produção corrente e para o consumo.

O desequilíbrio fiscal tornou-se ainda mais profundo quando o governo – acossado pelo déficit da balança comercial projetado para 1995 – tomou severas medidas quantitativas de restrição ao crédito, provocando uma rápida desaceleração do crescimento do produto e da renda. Estas medidas foram tomadas no auge de um ciclo curto de crédito e com as taxas de juros, para o tomador final, em rápida elevação. O resultado não poderia ser outro, senão o surgimento de níveis de inadimplência muito acima da média histórica, atingindo em cheio o sistema bancário, já fragilizado pela perda das receitas inflacionárias. Os efeitos da inflexão de trajetória da economia sobre as finanças públicas não se restringiram à perda de receita de impostos, mas refletiram-se no alto custo das intervenções do Banco Central no sistema bancário. Estas mesmas circunstâncias agravaram o desequilíbrio financeiro dos Estados, que ingressaram em uma etapa de penúria de recursos e de crescimento insuportável dos estoques da dívida mobiliária e contratual.

Para solver estes graves desequilíbrios financeiros e patrimoniais que nascem da forma de execução do plano de estabilização, o governo deveria reduzir mais rapidamente as taxas de juros, mas isto só pode ser feito, nos mercados financeiros globalizados, respeitando o diferencial de juros requerido pelos que adquirem e mantêm em suas carteiras títulos denominados em reais. Num certo sentido, a prudente recusa brasileira em adotar o esquema de “convertibilidade” com taxa de câmbio fixa (modelo argentino), mantendo, portanto, a possibilidade de desvalorização, acarreta a permanência de diferenciais de juros muito elevados e uma tendência crônica à valorização cambial, com todas as dificuldades que isto cria para a administração fiscal e monetária, para o balanço de pagamentos e, finalmente, para o crescimento da economia.

Esta combinação entre câmbio e juros, ademais das questões de financiamento dos desequilíbrios do setor público e do setor privado, pode provocar também sérias distorções alocativas. Em primeiro lugar, vem causando a disrupção das cadeias produtivas em vários setores da indústria, sobretudo nas áreas da metal-mecânica (com destaque para autopeças e bens de capital), eletro-eletrônica, química. A perda de elos nestas cadeias significa a redução do valor agregado para um mesmo valor bruto da produção, o que, na prática, significa a eliminação de pontos de geração de renda e de emprego. Em segundo lugar, este arranjo entre câmbio e juros afeta de maneira negativa a distribuição setorial do investimento, porquanto penaliza a instalação da nova capacidade para a produção de bens transacionáveis. Os dados do governo sobre o investimento direto estrangeiro mostram uma concentração, nada surpreendente, no setor de serviços.

Finalmente, este modelo de estabilização vem acompanhado de um crescimento bastante rápido do endividamento externo da economia. Mas, ao contrário do processo de endividamento dos anos 60 e 70 que financiou, direta e

indiretamente, projetos destinados a substituir importações e/ou a estimular as exportações, esta nova etapa de endividamento em moeda estrangeira, aumentam muito a vulnerabilidade da economia brasileira a um choque externo.

É curioso que os defensores do atual regime cambial invoquem a emergência de “uma nova configuração macroeconômica” para afirmar a adequação do nível vigente da taxa real de câmbio. Parecem não perceber que a atual configuração macroeconômica é – ela mesma – produto do regime cambial. Talvez pretendam afirmar que a estabilização teria provocado um tal aumento de confiança nos mercados financeiros, a ponto de assegurar um fluxo permanente de financiamento externo de boa qualidade. Isto justificaria a “apreciação” cambial e tornaria insubsistentes os temores quanto à evolução do déficit comercial e do desequilíbrio em transações correntes. Desde que este último não ultrapasse certos limites (por exemplo, 3% do PIB), seriam infundadas as apreensões quanto aos riscos de interrupção dos influxos de capitais.

Esta suposição ignora três questões importantes:

- a possibilidade de mudanças nas condições financeiras internacionais;
- a sensibilidade dos mercados em relação à situação dos países deficitários e devedores, particularmente àqueles chamados de “mercados emergentes”;
- o risco latente de uma fuga do real, diante da desproporção entre a massa de ativos domésticos líquidos e as reservas em divisas do país.

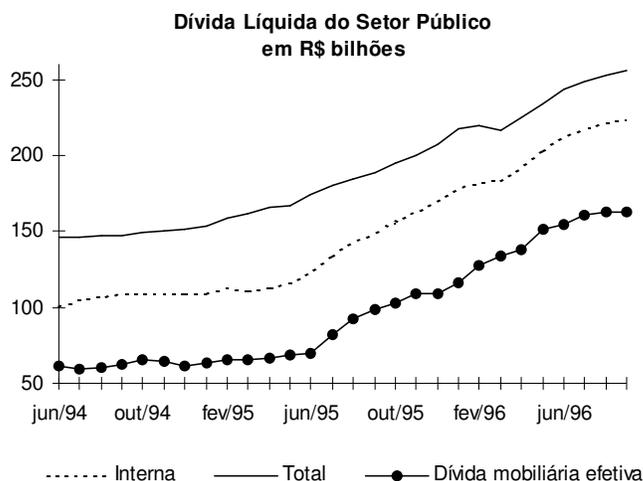
O aquecimento simultâneo das economias do G7, circunstância plausível a partir de meados de 1997, quase com certeza deverá provocar um aumento das taxas internacionais de juros, reduzindo a disponibilidade de financiamento e de capitais para os países em desenvolvimento. Neste caso, também não se pode excluir a ocorrência de turbulências nos mercados de ativos, sobretudo naqueles que vêm apresentando fortes surtos de capitalização, como é o caso dos mercados americanos de valores mobiliários.

A despeito do confortável volume de reservas cambiais, os mercados futuros de câmbio e de juros têm revelado uma extrema sensibilidade a alterações nas condições de financiamento externo, sejam elas decorrentes de momentâneos recuos dos investidores, da concentração de amortizações em um determinado período ou de uma tendência à elevação do déficit na conta de comércio. A opinião dos mercados a respeito da inadequação da taxa de câmbio vigente é clara e revela um déficit de confiança.

Este déficit de confiança é agravado pela percepção de que o atual regime cambial e monetário gera endogenamente um desequilíbrio crescente entre o volume de reservas e a massa de ativos financeiros domésticos, inflados pela elevada taxa interna de juros. A esterilização dos saldos em reais determinados pelo aumento das reservas vem ampliando rapidamente o estoque de dívida pública. A isto vêm juntar-se outras fontes de déficit interno (por exemplo,

Estados e Municípios, recursos do Proer) que promoveram um impressionante aumento da dívida do governo, conforme pode ser visto no Gráfico 1.

Gráfico 1



O problema é que esses ativos ainda mantêm a característica de quase-moedas e, apesar dos esforços das autoridades, não foi possível mudar essencialmente as relações entre o Banco Central e o sistema bancário, no que respeita ao giro e à liquidez dos títulos públicos. Permanece, portanto, latente o risco de uma fuga em massa do real, a partir de uma perturbação externa.

A preocupação dos críticos, ao contrário do que sugerem os defensores da “ancoragem” cambial, é com a vulnerabilidade deste regime e, portanto, com a sustentação da estabilidade de preços e com a tendência recessiva que se vem instalando na economia, a exemplo do que já ocorreu no México e na Argentina.

2.3. Regime de âncora cambial: bloqueio ao desenvolvimento

A estratégia de desenvolvimento sugerida pelo Consenso de Washington e adotada pelos governos da América Latina está apoiada em quatro supostos:

- a estabilidade cria condições para o cálculo econômico de longo prazo, estimulando o investimento privado;
- a abertura comercial (e a valorização cambial) impõe disciplina competitiva aos produtores domésticos, forçando-os a realizar ganhos substanciais de produtividade;

- as privatizações e o investimento estrangeiro removeriam gargalos de oferta na indústria e na infra-estrutura, reduzindo custos e melhorando a eficiência;
- a liberalização cambial, associada à previsibilidade quanto à evolução da taxa real de câmbio, atrairia poupança externa em escala suficiente para complementar o esforço de investimento doméstico e para financiar o déficit em conta corrente.

Sob estas condições, seriam eliminadas as distorções acumuladas durante o processo de substituição de importações e aumentaria significativamente a “competitividade” das economias latino-americanas. A eventual desaparecimento de setores, a redução do valor agregado nas cadeias produtivas e o enxugamento das empresas através do *downsizing* são considerados benéficos e necessários para tornar mais eficientes os sistemas industriais. Nesta perspectiva, seriam muito elevados os ganhos de produtividade, a ponto de compensar com sobras as desvantagens criadas pela valorização da taxa de câmbio. Por outro lado, o investimento estrangeiro – atraído pela estabilidade e pela abertura comercial – desempenharia um papel chave como veículo do progresso tecnológico e organizacional. Essas economias, transformadas, teriam uma forte inclinação exportadora.

Esta visão otimista parte de constatações verdadeiras, mas chega a conclusões discutíveis.

Como é sobejamente conhecido, desde a década dos 80 estreitaram-se os vínculos entre o investimento das multinacionais nos vários mercados e os fluxos de comércio intra-empresa e intra-indústria. O mercado interno deixou de ser o alvo principal do investimento direto. Nas decisões de investimento, passou-se a buscar uma divisão do trabalho interna à empresa que contemplasse configurações mais eficientes para o suprimento dos mercados regionais bem como o abastecimento do mercado mundial.

É natural, portanto, que essas novas relações entre investimento e comércio exigissem uma maior flexibilidade na importação de insumos, componentes, partes e peças. No entanto, essa flexibilização das importações não é suficiente como fator de atração do investimento externo “inovador”, na ausência de um regime favorável às exportações. A abundante literatura sobre o desenvolvimento das economias do leste asiático demonstra inequivocamente que a forte promoção de exportações antecedeu e combinou-se virtuosamente com a abertura comercial. Após uma década de proteção forçada pela crise cambial, era necessário proceder a uma abertura comercial gradualista, preservando-se uma taxa de câmbio estimulante às exportações.

No Brasil, este processo de abertura foi deslanchado pelo governo Collor que pecou, no entanto, ao desmantelar o sistema de crédito às exportações, quando deveria tê-lo aperfeiçoado e por ter antecipado imprudentemente o último estágio do cronograma de redução das tarifas aduaneiras. Estas medidas, desastrosamente completadas pelos acordos de Ouro Preto e associadas à

posterior apreciação nominal do câmbio no início do Plano Real, criaram o fenômeno prodigioso da abertura com viés antiexportador. Este gesto teve graves conseqüências. Na prática, conseguimos transformar um superávit comercial dessazonalizado superior a US\$10 bilhões até 1994 em um déficit dessazonalizado que se situou ao redor de US\$5 bilhões em 1995/96, como se pode observar nos Gráficos 2 e 3.

Gráfico 2

**Balança Comercial dessazonalizada
em US\$ bilhões**

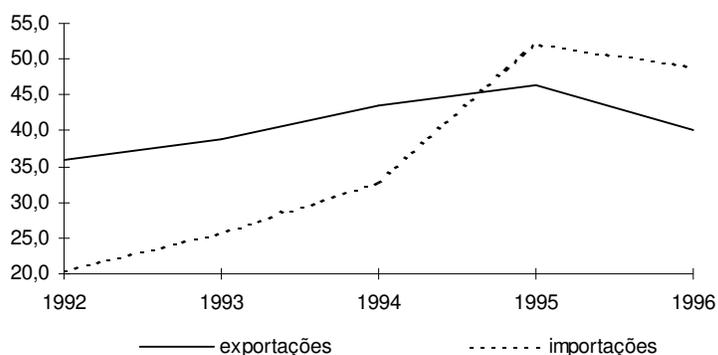
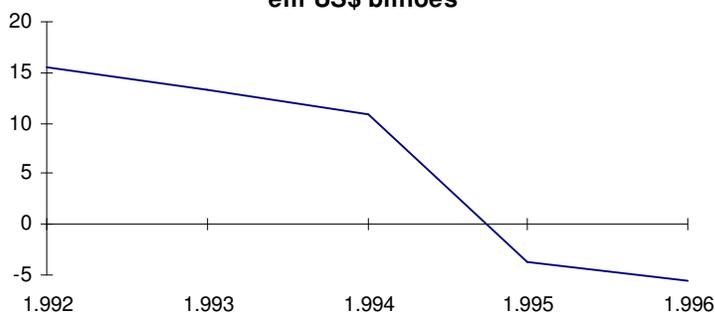


Gráfico 3

**Saldo comercial dessazonalizado
em US\$ bilhões**



Para justificar a política de apreciação cambial adotada, as autoridades econômicas brasileiras têm recorrido a malabarismos teóricos e estatísticos a respeito dos ganhos de produtividade propiciados pela abertura. Depois de algumas considerações sobre a medida adequada da produtividade – a produtividade total dos fatores –, aceitam como boa a avaliação baseada na relação valor bruto da produção/horas trabalhadas. Esta medida, tomada acriticamente, tornaria as regiões “maquiladoras” as campeãs mundiais de

produtividade. Apesar de mencionarem freqüentemente o processo de terceirização, as autoridades costumam ignorar os efeitos do aumento muito rápido das importações de insumos e componentes sobre o valor agregado.

A avaliação correta dos ganhos de produtividade do trabalho deveria, pelo menos, considerar, além do evidente efeito da terceirização, o aumento do coeficiente importado e a conseqüente redução do valor agregado nas cadeias produtivas. O valor da transformação industrial por horas trabalhadas seria uma medida mais adequada. Ademais, seria conveniente considerar, como já advertiu o professor Antônio Barros de Castro, os efeitos do intenso ciclo recente de automação industrial, provocados pelo estímulo à importação de máquinas, em virtude da distorção imposta aos preços relativos dos bens de capital vis a vis com o custo do trabalho. A indexação residual e a evolução do preço dos *non-tradeables* oneraram os custos salariais e demais serviços consumidos pelas empresas, enquanto a taxa de câmbio valorizada e o financiamento externo barato rebaixavam os preços dos equipamentos importados.

Nestas circunstâncias, a forma de avaliação mais adequada seria a da produtividade total dos fatores, calculada da seguinte forma: valor agregado sobre os *inputs* de capital fixo e circulante (matéria prima e salários) dispendidos em um período de produção.

Descontados todos estes efeitos e a imperfeição da medida usada, os ganhos de produtividade “provocados” pela pressão competitiva da abertura seriam muito menores. Mas esse não é o ponto mais importante. Têm razão os defensores da política econômica ao afirmar que, mesmo cortadas pela metade, as taxas de crescimento da produtividade brasileira “pós-abertura” seriam ainda impressionantes. Restaria saber por que semelhante façanha não resultou em taxas de crescimento das exportações mais elevadas do que as de outros países com desempenho mais modesto no que respeita à produtividade.

É lamentável que perdue uma identificação simplória entre ganhos de produtividade e competitividade internacional. Além dos fatores sistêmicos favoráveis como câmbio adequado, custo de capital reduzido e infra-estrutura eficiente, a competitividade depende de certas características da estrutura empresarial, particularmente da capacidade de inovação em empresas com estratégias agressivas de conquista de mercados ou da competência de redes de pequenas e médias empresas na ocupação de nichos de mercado. Os ganhos de produtividade são na verdade o resultado destas estratégias, conforme a interpretação correta da “Lei Kaldor-Verdoorn”. Esta lei relaciona crescimento das exportações, ganhos de escala e aumentos de produtividade, dando origem a um círculo virtuoso.

Na verdade, Kaldor, em seu conhecido trabalho de 1966 *The causes of the slow rate of economic growth of the U.K.* procura demonstrar que quanto maior for a taxa de crescimento do setor manufatureiro, maior será a taxa de

crescimento do PIB, devidos aos impactos positivos sobre a produtividade do conjunto da economia, derivados, em primeiro lugar, da transferência de mão-de-obra da agricultura para a indústria. Em segundo lugar, e mais importante, devido à existência de rendimentos crescentes na indústria manufatureira – ou economias de escala dinâmica – quanto maior for a taxa de crescimento desse setor, tanto maior será a taxa de crescimento da produtividade.

Assim por exemplo, uma taxa de crescimento mais rápida das exportações de manufaturados tenderia a desencadear um processo cumulativo, um círculo virtuoso promovidos pelas relações entre o crescimento do PIB e da produtividade. Não há dúvida de que Kaldor está postulando relações de dinâmicas do tipo keynesiano, em que as forças da demanda determinam o comportamento da oferta.. É possível afirmar que, apesar de refletir as condições peculiares de um período brilhante de expansão das economias desenvolvidas no imediato pós-guerra, este modelo é também uma boa “estilização” dos processos de *catching-up* empreendidos pelos países do leste asiático, ao longo da segunda metade do século XX.

As modernas versões das teorias do crescimento, a despeito do reconhecimento da existência de externalidades, de rendimentos crescentes, da endogeneidade do progresso técnico e da inclusão de processos cumulativos, estão claramente orientadas para sublinhar a importância das forças que operam “do lado da oferta”. Isto significa que as teorias mais respeitadas não vêm com bons olhos as tentativas de interferência nestas “forças de longo prazo”, cujos movimentos devem ser basicamente coordenados através do mercado. Por isso, as recomendações de política costumam reservar uma papel muito modesto para as ações intencionais do Estado que, como veremos, deveriam limitar-se a suprir as deficiências dos mercados.

2.4. Os desafios do desenvolvimento sob a globalização

A ideologização do falso dilema Estado versus Mercado omite, de partida, o fato óbvio de que a existência e o bom funcionamento dos mercados requerem a “juridificação” (criação de normas e instituições) das relações econômicas, como ilustram fulgurantemente as tentativas desastrosas de transição das economias de comando para o sistema de mercado. Em segundo lugar, a política econômica, ao estabelecer regimes monetários, fiscais e cambiais e ao regular o mercado de trabalho, cria o ambiente e um sistema de sinais destinados a orientar as decisões privadas.

Até aqui, pisamos o terreno do paradigma liberal. Ultrapassada esta fronteira, o debate relevante busca definir a melhor forma de articular Estado e Mercado, reconhecendo a existência de falhas tanto do mercado quanto da ação

governamental. Não se trata apenas de minimizar falhas, mas de reconhecer que certos processos econômicos ganham maior eficiência na presença de coordenação e cooperação entre atores.

É bastante reconhecida a necessidade da intervenção do Estado em processos que envolvam externalidades positivas e negativas, informação assimétrica, incerteza, risco elevado e concentração do poder econômico. Entre as externalidades negativas, o exemplo mais conspícuo é o dos danos causados ao meio ambiente. Entre as externalidades positivas, estão a construção de infra-estruturas e outros bens públicos, como a geração e difusão de conhecimento científico e tecnológico. A existência de assimetria de informação afeta particularmente os mercados de crédito e de capitais e o mercado de câmbio, podendo dar origem não só à alocação ineficiente de crédito, à marginalização de pequenas empresas, mas também ensejar episódios especulativos. A incerteza, por sua vez, além de provocar volatilidade recorrente nos mercados de valores mobiliários, tem, por isso mesmo, efeitos adversos sobre o investimento produtivo, sobretudo aquele que envolve inovação. O risco elevado inibe operações de longo prazo de maturação.

Evidentemente, estas falhas não sobrevivem nos modelos de equilíbrio geral que prevêm a existência de mercados para todos os bens e serviços em todas as datas futuras e contingências. Mas nenhum dos teóricos do equilíbrio geral aceitaria deduções de políticas (ou a ausência delas) a partir deste modelo abstrato. Apesar das reiteradas advertências, os liberais mais radicais insistem em extrair ensinamentos normativos destas construções teóricas.

As falhas de mercado até agora analisadas recomendariam apenas a adoção de políticas “horizontais” e minimalistas. As condições de concorrência nas áreas mais dinâmicas da moderna economia industrial vem impondo, no entanto, intervenções estratégicas e concebidas de forma a abranger cadeias industriais inteiras.

A omissão fundamental da abordagem que sublinha a existência de falhas de mercado diz respeito às vantagens competitivas construídas pelas empresas e em suas relações com fornecedores e clientes. O novo paradigma industrial vem acentuando sobremaneira a importância destas vantagens. Entre elas, devemos destacar:

- processos cumulativos de aprendizado (*learning by doing* na produção flexível, no desenvolvimento de produtos);
- economias de escala dinâmicas (ganhos de volume associados ao tempo e ao aprendizado);
- estruturação de redes eletrônicas de intercâmbio de dados que maximizam a eficiência ao longo das cadeias de agregação de valor (economia de capital de giro – sobretudo minimização de estoques, de custos de transporte e de armazenagem);

- novas economias de aglomeração (por exemplo, centros de compras e de assistência técnica e formação de pólos de conhecimentos técnicos e gerenciais);
- economias derivadas da cooperação tecnológica e do co-desenvolvimento de produtos e processos.

A literatura relevante na área de estratégias empresariais (Porter, Drucker) ou no âmbito da economia industrial (Dosi, Freeman, Zysmann, Tyson, Malerba) reconhece o caráter decisivo desses processos e, sem exceção, observa que conformam um padrão de concorrência radicalmente distinto do paradigma anterior. Este último era baseado em produção padronizada, tecnologia codificada, escalas rígidas, aversão à cooperação. Os autores, em sua maioria, assinalam que a coordenação do Estado foi muito importante para acelerar a mudança de paradigmas, particularmente nas economias que estavam em processo de industrialização rápida.

A nova concepção de políticas industriais ou de competitividade coloca no centro das preocupações a indução daquelas sinergias baseadas no conhecimento e na capacidade de resposta à informação. O novo papel do Estado deve estar concentrado na indução da cooperação, na coordenação dos atores e na redução da incerteza. Sua tarefa não é a de “escolher vencedores” mas a de criar condições para que os vencedores apareçam.

Reconhecendo que a configuração dos setores (cadeias ou complexos) é heterogênea, os Estados nacionais, nos países desenvolvidos, têm buscado combinar os instrumentos clássicos de fomento de acordo com as peculiaridades setoriais. A idéia é aplicar de maneira seletiva e “enfocada” os instrumentos tributários, creditícios, de proteção tarifária e de incentivo à P&D, à exportação e à formação de recursos humanos. Estas, aliás, foram as conclusões de alentado relatório da conservadora OCDE a respeito das políticas e subsídios industriais nos países desenvolvidos.

Conclusões

Um dos objetivos do pensamento dominante é demonstrar, desde uma posição supostamente “científica”, a inevitabilidade de uma inserção passiva das economias nacionais no chamado processo de globalização. Dois pressupostos estão implícitos nesta formulação:

- a globalização conduzirá à homogeneização das economias nacionais e à convergência para o modelo anglo-saxão de mercado;
- esse processo ocorre de forma impessoal, acima da capacidade de reação das políticas decididas no âmbito dos Estados Nacionais.

Deparamo-nos, outra vez, com um benevolente superdeterminismo histórico que nos eximiria de qualquer preocupação em formular políticas de

desenvolvimento e de inserção internacional. Mas, infelizmente, a realidade do processo de globalização é muito mais complexa e, freqüentemente, perversa para os incautos.

Desde logo, é conveniente lembrar que o processo de globalização, sobretudo em sua dimensão financeira – de longe a mais importante –, foi o resultado das políticas que buscaram enfrentar a desarticulação do bem sucedido arranjo capitalista do pós-guerra.

As *decisões políticas* tomadas pelo governo americano, ante a decomposição do sistema de Bretton Woods, foram ampliando o espaço supranacional de circulação do capital monetário. A política americana de reafirmar a supremacia do dólar acabou estimulando a expansão dos mercados financeiros internacionais, primeiro através do crédito bancário – euromercados e *off shores* – e mais recentemente através do crescimento da finança direta. Paradoxalmente, as tentativas de assegurar a centralidade do dólar nas transações internacionais ensejaram o surgimento de um instável e problemático sistema plurimonetário com paridades cambiais flutuantes.

Estas grandes transformações nos mercados financeiros ocorridas nas últimas duas décadas estão submetendo, de fato, as políticas macroeconômicas nacionais à tirania de expectativas volúveis. Não foram poucos os ataques especulativos contra paridades cambiais, os episódios de deflação brusca de preços de ativos reais e financeiros, bem como as situações de periclitção dos sistemas bancários.

Até agora, essas situações foram contornadas pela ação de última instância de governos e bancos centrais da tríade (Estados Unidos, Alemanha e Japão). Apesar disso, não raro, até mesmo países sem tradição inflacionária foram submetidos a crises cambiais e financeiras, cuja saída exigiu sacrifícios em termos de bem-estar da população e renúncia de soberania na condução de suas políticas econômicas.

A inserção dos países neste processo de globalização, longe de ter sido homogênea, foi, ao contrário, hierarquizada e assimétrica. Os Estados Unidos, usufruindo de seu poder militar e financeiro, podem dar-se ao luxo de impor a dominância de sua moeda, ao mesmo tempo em que mantém um déficit elevado e persistente em conta corrente e uma posição devedora externa. Japão e Alemanha são superavitários e credores e por isso têm mais liberdade para praticar expansionismo fiscal e juros baixos, sem atrair a desconfiança dos especuladores. Alguns tigres asiáticos, pelas mesmas razões, também dispõem de certa margem de manobra para promover políticas expansionistas.

O que é decisivo para a autonomia das políticas nacionais é a forma e o grau de dependência em relação aos mercados financeiros sujeitos à instabilidade das expectativas. Países, com passado monetário turbulento, precisam pagar elevados prêmios de risco para refinarçar seus déficits em conta corrente. Isto

representa um sério constrangimento ao raio de manobra da política monetária, além de acuar a política fiscal pelo crescimento dos encargos financeiros nos orçamentos públicos.

Além disso, do ponto de vista comercial, a “inserção internacional” dos países corresponde a padrões muito distintos. Enquanto uns são protagonistas ativos na expansão do comércio internacional, mantendo taxas de crescimento de suas exportações acima da média mundial, outros ajustam-se passivamente, perdendo participação nos mercados. Essa é a lição que nos oferece a decantada globalização: os países que buscaram preservar um espaço para as suas políticas macroeconômicas são capazes de sustentar taxas reais de juros baixas, administrar taxas de câmbio estimulantes, promover o avanço industrial e tecnológico, garantindo assim o robustecimento de seus grupos nacionais privados. A globalização, ao contrário do que predica o paradigma liberal, exigiria maior capacitação e maior poder de coordenação dos estados nacionais para engendrar condições favoráveis à competitividade, ao financiamento e à sustentabilidade dos processos de acumulação de capital com inovação tecnológica.

Luciano Coutinho e Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo
são professores do Instituto de Economia da UNICAMP.

Bibliografia

- AGLIETTA, M. *Macroeconomie financière*. Paris: La Decouverte, 1995.
- DAVIS, E. P. *Debt, financial fragility and systemic risk*. rev. ed. Oxford: Clarendon Press, 1995.
- DRUCKER, P. F. *The frontier of management*. New York: Trunan Talhy Books, 1989.
- FREEMANN, C.; PEREZ, C. Structural crisis of adjustment, business cycles and investment behavior. In: DOSI, G. et al., ed. *Technical change and economic theory*. London: Pinter Publishers, 1988.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. International capital markets. *Development, Prospects and Key Policy Issues*. Sept. 1996.
- KREGEL, J.A. Global portfolio allocation, hedging and September 1992 in the European Monetary System. In: DAVIDSON, P.; KREGEL, J.A., ed. *Employment growth and finance*. Aldershot: Edward Elgar, 1994.
- ORLEAN, A. Antecipations et conventions en situation d’incertitude. *Cahiers d’Economie Politique*, Paris, 1987.
- PORTER, M. E. *The competitive advantage of nations*. New York: Free Press, 1992.
- TYSON, L. D’A. *Who’s bashing whom?* Washington: Institute for International Economics, 1992.

Resumo

As transformações nos mercados financeiros ocorridas nas últimas duas décadas estão submetendo as políticas macroeconômicas nacionais à tirania de expectativas volúveis. Países fortemente deficitários em conta corrente, dependentes do ingresso de capitais, tornam-se vulneráveis. Os superavitários e credores têm mais liberdade para praticar expansionismo fiscal e juros baixos, sem atrair a desconfiança dos especuladores. O objetivo do presente texto é de demonstrar que nem o desenvolvimento nem a estabilização estão automaticamente assegurados pela globalização. Esta, ao contrário, tende a submeter as economias em desenvolvimento – particularmente as deficitárias como as da América Latina – a novas armadilhas que poderão custar longos anos de sacrifício. Essa é a lição que nos oferece a decantada globalização: os países que buscaram preservar um espaço autônomo para as suas política macroeconômicas são capazes de sustentar taxas reais de juros baixas, administrar taxas de câmbio estimulantes, promover o avanço industrial e tecnológico, garantindo o robustecimento de seus grupos nacionais privados. A globalização, ao contrário do que predica o paradigma liberal, exige maior capacitação e maior poder de coordenação dos estados nacionais para engendrar condições favoráveis à competitividade, ao financiamento e à sustentabilidade dos processos de acumulação de capital com inovação tecnológica.

Palavras-chave: Globalização; Política macroeconômica; Desenvolvimento econômico; Autonomia nacional.

Abstract

The major transformations in financial markets over the last two decades are submitting national macroeconomic policies to the tyranny of fickle expectations. Countries which incur large current account deficits became vulnerable to reversals of capital inflows. Surplus and creditor countries enjoy greater freedom to practice fiscal expansionism and low interest rates without arousing the suspicion of speculators. The objective of this article is to point out that neither development more stabilization are automatically assured by stabilization. On the contrary, globalization may submit vulnerable economies – particularly the ones of Latin America – to new traps. This is the lesson to be learned from the much-vaunted globalization process: countries that have striven hard to preserve a degree of autonomy in which to conduct macroeconomic policy are capable of sustaining low real interest rates, managing attractive exchange rates, promoting industrial and technological progress, and thereby guaranteeing the fortification of local private enterprise. Contrary to the preaching of the liberal paradigm, globalization would require of nation-states greater capability and powers of coordination to engender conditions under which capital accumulation with technological innovation can be financed, sustained and made competitive.

Key-words: Globalization; Macroeconomic policy; Economic development; National autonomy.