UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

POLÍTICAS MACROECONÔMICAS, RESTRIÇÃO EXTERNA E REFORMAS ESTRUTURAIS:

UM CONTINENTE, DUAS VISÕES

Mário Ferreira Presser

Tese de Doutoramento apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, sob a orientação do Prof. Dr. José Carlos Miranda.

Campinas, 1999

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

POLÍTICAS MACROECONÔMICAS, RESTRIÇÃO EXTERNA E REFORMAS ESTRUTURAIS:

UM CONTINENTE, DUAS VISÕES

Mário Ferreira Presser

Tese de Doutoramento apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, sob a orientação do Prof. Dr. José Carlos Miranda.

Campinas, 1999

Este exemplar corresponde ao original da tese defendida por Mario Ferreira Presser em 13/04/99 e orientada pelo Prof. Dr. José Carlos Pereira Miranda.
CPG/IE, 13/04/99

99/17508

UNIDADE BC
N.º CHAMADA: UNICAMP P926p
V. Ex.
TOMBO BC/37936
PROC. 229/99
C [ ] D [X]
PREÇO R$ 11,00
DATA 17/06/99
N.º CPD

CM-00124652-4

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA

Presser, Mário Ferreira

P926p Políticas macroeconomicas, restrição externa e reformas estruturais: um continente, duas visões / Mário Ferreira Presser. -- Campinas, SP : [s.n.], 1999.

Orientador: José Carlos Rocha Miranda

Tese (Doutorado) - Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia.

1. *Politicas macroeconomicas. 2. *Consenso de Washington I. Miranda, Antonio Carlos Rocha. II Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

À memória da minha avó, Thusnelda Reichel Ferreira (Tussi)

Para Luciana, Victor e Eduardo

Caminante, son tus huellas
el camino y nada más;
Caminante, no hay camino,
se hace camino al andar.
Al andar se hace el camino,
y al volver la vista atrás
se ve la senda que nunca
se ha de volver a pisar.
Caminante no hay camino
sino estelas en la mar.

Antonio Machado

"Proverbios y Cantares – XXIX". *In*: *Poesías Completas de Antonio Machado*. Edición de Manuel Alvar. Colección Austral A33, edición nº 21 de 1995. ESPASA CALPE.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO GERAL 1

PARTE I. POLÍTICAS MACROECONÔMICAS E REGIMES CAMBIAIS 33

1. POLÍTICAS MACROECONÔMICAS E REGIMES CAMBIAIS: A CONTRIBUIÇÃO DO *MAINSTREAM* 34

Introdução 34

1.1 A Determinação das Taxas de Câmbio 35

1.2 Os Novos Temas da Política Cambial (I): Credibilidade 45

1.3 Novos Temas da Política Cambial (II): Controles dos Movimentos de Capitais e Cooperação Internacional 51

1.4 A Designação dos Instrumentos de Política Econômica 55

1.5 As Lições do Sistema Monetário Europeu 64

1.6 A Estratégia Macroeconômica de Desinflação Competitiva 72

1.7 As Novas Faces da Restrição Externa 78

PARTE II. A CONSTRUÇÃO DO CONSENSO DE WASHINGTON 84

2. OS PROGRAMAS DE AJUSTAMENTO DO FMI 85

Introdução 85

2.1 Fundamentos Teóricos 86

2.2 Instrumentos de Política Econômica: Política Monetária e Política Fiscal 92

2.3 Políticas de Oferta: Política Cambial 95

2.4 Políticas de Oferta: Políticas "Estruturais" 99

2.5 Uma Avaliação Sumária dos Programas do FMI 100

3. O BANCO MUNDIAL E AS REFORMAS ESTRUTURAIS 105

Introdução 105

3.1 A Visão do Mercado Segundo o Banco Mundial 108

3.2 As Políticas Macroeconômicas 113

3.3 Condições Econômicas Mundiais 115

3.4 A Contabilidade do Crescimento 118

3.5 A Economia Política das Reformas Estruturais 122

4. CONSOLIDANDO O CONSENSO DE WASHINGTON: AS DUAS CONFERÊNCIAS DE WASHINGTON E A DE JERUSALÉM 126

Introdução 126

4.1 As Políticas de Estabilização 127

4.2 As Reformas Estruturais 135

4.3 A Questão do Financiamento Externo 139

4.4 Os Estudos de Caso: Argentina, Brasil, Chile e México 139

4.5 A Economia Política das Reformas Estruturais.....151

PARTE III. OS CRÍTICOS LATINO-AMERICANOS AO CONSENSO DE WASHINGTON 156

5. UMA VISÃO ALTERNATIVA: ELEMENTOS DA VISÃO DA COORDENAÇÃO 157

Introdução 157

5.1 Estado e Desenvolvimento Econômico 161

5.2 A Liberalização dos Regimes de Comércio Exterior e IDE 165

5.3 O Aprendizado Tecnológico 171

5.4 O Financiamento do Desenvolvimento 176

5.5 As Lições da Experiência Asiática.....182

6. OS ECONOMISTAS NEO-ESTRUTURALISTAS LATINO-AMERICANOS.....196

Introdução.....196

6.1 A Instabilidade Macroeconômica na América Latina - Uma Síntese Neo-Estruturalista.....197

6.2 O Dissenso nas Reformas Estruturais 212

6.3 A Instabilidade Macroeconômica na América Latina – O Exame Neo-Estruturalista dos Casos Nacionais da Argentina, Chile e México 222

6.4 Os Neo-Estruturalistas da PUC-RJ e a Análise do Caso Brasileiro.....230

7. A CONTRIBUIÇÃO DOS ECONOMISTAS KEYNESIANOS DA UNICAMP....248

Introdução.....248

7.1 O Regime de Alta Inflação.....248

7.2 Ruptura do Padrão de Financiamento e Restrições Estruturais na Economia Brasileira.....260

7.3 Políticas Macroeconômicas e Estabilização.....267

7.4 As Reformas Estruturais: Coordenação versus Mercado.....273

7.5 Conjunturas e Conjecturas.....286

PARTE IV. A ADESÃO AO CONSENSO DE WASHINGTON NO BRASIL.....295

8. POLÍTICAS MACROECONÔMICAS, RESTRIÇÃO EXTERNA E REFORMAS ESTRUTURAIS NO BRASIL NA DÉCADA DE 90: AS ORIGENS DO PLANO REAL.....296

Introdução.....296

8.1 Os Planos Collor I e II: As Reações do Mainstream no Brasil.....302

8.2 A Âncora Nominal em Regimes de Alta Inflação: A Rediscussão no Consenso de Washington.....317

8.3 A Liberalização dos Fluxos de Capitais.....341

CONCLUSÕES.....350

BIBLIOGRAFIA.....360

INTRODUÇÃO GERAL

Esta tese pretende responder a algumas dificuldades presentes no ensino de macroeconomia aplicada num centro de pesquisa em Economia não pertencente ao *mainstream* no Brasil.[1] Por um lado, deve-se mostrar aos estudantes a evolução das políticas econômicas nos países desenvolvidos e nos países em desenvolvimento, especialmente no Brasil e nos demais países latino-americanos, ao menos nas duas últimas décadas. Essa discussão das políticas macroeconômicas, ademais, deve-se realizar do ponto de vista do *mainstream* e dos pontos de vista alternativos, em particular aquele enfatizado no centro de pesquisa em questão. Além do esforço de abordar essa ampla variedade de enfoques, há uma importante dificuldade adicional: a grande clivagem na questão central da macroeconomia entre a região e o mundo desenvolvido de meados da década de 80 até o início da década de 90. No Brasil e na América Latina, a questão central é superar a desordem macroeconômica resultante do ajuste externo ortodoxo efetuado entre 1979-85. Nos países desenvolvidos, onde é contida a inflação neste mesmo período, buscar um melhor desempenho estrutural, notadamente na questão do emprego.

Há também um descompasso ideológico: o fracasso da ortodoxia entre 1979-85 e a redemocratização em inúmeros países da região dão margem a uma proliferação de "heterodoxias" na América Latina na primeira metade da década de 80, ao passo que se reforça o pensamento econômico ortodoxo nos países desenvolvidos. Porém, a permanência da desordem macroeconômica regional acaba por provocar, no final dessa década, uma nova reviravolta estratégica na América Latina, com um retorno à ortodoxia, desta vez privilegiando as reformas estruturais (notadamente, as aberturas comercial e financeira) e atribuindo ao mercado um papel reitor nos processos de estabilização e desenvolvimento econômico (Ramos, 1993). Nesse retorno à ortodoxia, são introduzidos no debate regional os temas privilegiados pelo *mainstream* no âmbito dos países desenvolvidos nessa década.

Por outro lado, partindo do pressuposto que a Economia é uma disciplina que se caracteriza pela forte historicidade dos fenômenos que devem ser analisados e formalizados, não se pode ignorar que na fase da globalização do capitalismo, correspondendo grosso modo aos últimos 20 anos, as inovações (tomadas no seu sentido amplo, schumpeteriano) são contínuas e substanciais, gerando um novo modelo tecno-econômico com amplos impactos nas sociedades capitalistas.[2] Em especial, a globalização atinge em cheio as relações Estados-

---

[1] Nunca é demais lembrar que o pluralismo dos centros de pesquisa econômica e a importância do pensamento econômico não pertencentes ao *mainstream* no Brasil devem-se em muito à histórica opção da Anpec (Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia), ao examinar o pedido de entrada da UNICAMP no início da década de 70, por manter o pluralismo ideológico e metodológico no ensino de pós-graduação. Ver Loureiro (1997).

[2] As conseqüências desse novo modelo para a América Latina são exploradas em Perez (1996).

Mercados e a qualidade dessa interação torna-se uma fonte adicional de dinâmicas econômicas divergentes, como mostra o contraste entre a "década perdida" na América Latina e o forte crescimento sustentado dos países do Leste Asiático.[3] Com o surto de inovações radicais, as velhas dificuldades metodológicas da Economia ressurgem com inusitado vigor: é extremamente difícil estabelecer com certeza a causalidade numa cadeia de acontecimentos complexos; e os grandes eventos normalmente são singulares, associados a fatores histórico-específicos. A afirmação de que as relações econômicas não podem ser tomadas como invariantes no longo prazo torna-se ainda mais verdadeira e pertinente na fase da globalização: quais são os impactos sobre a teoria e a política macroeconômicas dessas inovações (geopolíticas, tecnológicas, financeiras, empresariais e institucionais) sem precedentes históricos? Dessa indagação surgem o "novo" e o "pós" nas teorias macroeconômicas nas duas últimas décadas, procurando dar conta das inovações, da historicidade e das especificidades, multiplicando exponencialmente a literatura econômica necessária para manter uma atualização mínima com o estado da arte (Boyer, 1997).[4]

No campo da macroeconomia aplicada, o crescente escopo das teorias macroeconômicas exige um foco e uma tipologia para guiar qualquer pesquisa que se disponha a documentar a crescente uniformização das recomendações do *mainstream* no Centro e na Periferia capitalistas – em particular na América Latina e no Brasil - sob o impacto da globalização, bem como a contestação dessas fórmulas pelos economistas críticos do *mainstream* nos últimos 20 anos.

No caso da América Latina e do Brasil, seu país-continente, postula-se que o foco mais apropriado é dado pela tradicional hipótese do estruturalismo latino-americano: a restrição externa é o principal fator limitante do desenvolvimento econômico. Neste caso, a ênfase da política econômica deve se concentrar na remoção deste impedimento ao crescimento. A interpretação estruturalista da restrição externa sublinha seus aspectos tecnológicos e financeiros, destacando a importância das condições internacionais que cercam a transferência das tecnologias e o financiamento do desenvolvimento.[5] A perseguição deste foco também permite entender melhor a dicotomia inicial nos temas centrais da política econômica na fase da globalização, mencionada acima: a menor restrição externa (tecnológica e financeira) e a redução da inflação nos países desenvolvidos contrastam fortemente com a restrição externa e a desordem macroeconômica associada existentes nos países latino-

[3] Entre 1981-90, a taxa média de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) *per capita* na América Latina é negativa (-0,9%), daí a denominação de "década perdida" para estes anos.

[4] A referência é às escolas dos novos clássicos, novos keynesianos e pós-keynesianos, que disputam a hegemonia no pensamento econômico contemporâneo.

[5] O tratamento original deste tema pelos estruturalistas latino-americanos encontra-se extensamente discutido em Rodriguez (1981). Canuto (1994a) também sublinha os constrangimentos externos quanto à tecnologia e ao financiamento na industrialização periférica e tardia para diferenciar o *catching up* da Coréia do Sul com o *falling behind* do Brasil.

americanos.[6] Depois do ajuste recessivo na América Latina entre 1982-85, a necessidade de maiores exportações e de maior financiamento externo para alcançar uma estabilidade sustentável torna-se notória para todos. Como adquirir competitividade internacional para promover as exportações e quais os efeitos das condicionalidades que cercam o financiamento externo passam a ser temas recorrentes nas recentes controvérsias latino-americanas.

Para entender melhor essas controvérsias na América Latina e sobretudo no Brasil, propõe-se nesta tese identificar as teorias macroeconômicas e as políticas econômicas associadas a cada uma, categorizando-as pelas visões de mundo que lhes são características. Desde logo, reconhece-se que tentar estabelecer algum nexo entre idéias econômicas e políticas econômicas é uma tarefa ingrata e quaisquer relações apresentadas devem ser apreciadas com um grão de sal. Afinal, nenhuma doutrina econômica impõe-se pela validez científica de seu corpo de idéias, mas dos interesses sociais a que acaba servindo.

Nessa tipologia, parte-se da constatação de que a economia é muito mais uma ciência de paradigmas concorrentes do que uma síntese que absorve os novos fenômenos e as melhores explicações, uma concorrência em estado de constante renovação. Dow (1985) é que originalmente se dispôs a enfrentar as dificuldades impostas pela divisão da teoria macroeconômica contemporânea em muitas escolas, propondo que a metodologia e a contribuição de cada uma seja sempre apreciada de uma forma mais ampla, que compreende também sua visão de mundo (*world view*) e sua maneira de pensar (*mode of thought*), além dos conceitos, métodos e instrumentos empregados. Uma síntese só pode ser tentada dentro de cada visão de mundo, termo este utilizado no sentido de que oferece um conjunto de princípios e ensinamentos que explica, orienta e dá objetivos à atividade econômica; uma maneira drástica de ressaltar o caráter ideológico das fundações da ciência econômica. Uma visão comum permite que seja entabulado um debate construtivo entre seus defensores sobre os méritos relativos de cada instrumento. Desta maneira, pode-se qualificar a percepção popular de que os economistas não conseguem concordar em nada, sem negar que as divergências são de fato profundas e não podem ser isoladas da ideologia.[7]

O valor de uma visão econômica não reside na sua precisão em prever eventos econômicos específicos, mas nas relações-chave que postula entre diversas variáveis e como estas relações determinam o crescimento econômico e o desempenho relativo (*catching up* ou *falling behind*) de cada economia nacional

[6] A menor restrição externa nos países desenvolvidos explica-se pelo fato de que seus desequilíbrios em conta corrente mantêm-se abaixo de 2% do PIB no médio prazo, financiados voluntariamente nos mercados internacionais de capitais. Dentre os maiores países, apenas os dois líderes da globalização financeira, os Estados Unidos e a Grã-Bretanha, superam este "limite crítico".

[7] Boyer (1997) mostra que quase se pode falar de uma mudança de paradigma do *mainstream* contemporâneo e as novas políticas econômicas julgadas apropriadas que surgem desta mudança devem ser entendidas a partir de uma radical modificação na sua visão de mundo.

no médio e longo prazos. Portanto, uma visão deve ter como objetivo principal mostrar quais são as condições necessárias para o crescimento econômico e como melhorar o desempenho de cada economia. Para cumprir este objetivo, seus defensores devem analisar a situação econômica passada e corrente, uma vez que representa o conjunto de restrições e oportunidades que deve ser enfrentado pelas políticas econômicas. Além disso, essa análise proporciona as "lições" que podem ser retiradas dos "sucessos" e "fracassos" das diferentes políticas.

Na história do pensamento econômico estão presentes duas grandes visões sobre a evolução do capitalismo, conforme já destacado por Polanyi (1944). A primeira, a visão do Mercado, baseia-se filosoficamente no individualismo, no utilitarismo e na empresa privada, sendo herdeira da tradição representada por Adam Smith e destacando as virtudes da "mão invisível": os mercados são governados por mecanismos que asseguram uma volta automática ao equilíbrio, sendo que as crises resultam das intervenções políticas ou das relações sociais inadequadas ou obsoletas. A segunda fundamenta-se em atores sociais coletivos, sendo herdeira da tradição de economia política de David Ricardo e Karl Marx. No terceiro quartel do século XX, os keynesianos, inclusive os "bastardos" da síntese neoclássica, nela se integram: admitem que os mecanismos de mercado podem levar a grandes crises, desequilíbrios financeiros agudos, crescentes desigualdades sociais, estagnação econômica e desemprego de longo prazo. As intervenções estatais podem e devem manter a viabilidade econômica e política nos países de capitalismo maduro. As intervenções estatais podem e devem orientar o desenvolvimento econômico nos países em desenvolvimento. Essas idéias orientam as intervenções públicas nos países desenvolvidos na *Golden Age* (1949-73) e o nacional-desenvolvimentismo na América Latina (Shonfield, 1965; Seminário da USP, 1997).

Na década de 80, predomina quase um novo paradigma no *mainstream*. É um programa de pesquisa que pode ser denominado de neowalrasiano, partindo de uma teoria de equilíbrio geral. Comparado com a síntese neoclássica, seu paradigma anterior, desaparece a ruptura ou a descontinuidade entre uma macroeconomia keynesiana e uma microeconomia neoclássica: o programa de pesquisa de fundamentos microeconômicos, impulsionado pelos novos clássicos, torna-se hegemônico. Com a introdução do "agente representativo", volta-se ao fundamentalismo da visão do Mercado:[8] considera-se que uma economia de mercado é estável por sua própria natureza e segue uma trajetória próxima do pleno emprego, somente sendo perturbada por intervenções desastrosas das autoridades públicas e/ou instituições inadequadas, que provocam distorções nos preços e nos incentivos individuais. Os agentes econômicos são racionais e reabilita-se o papel dos preços relativos. O mercado permite não apenas a alocação ótima dos fatores, mas também a orientação

[8] Fundamentalismo econômico é um termo utilizado nesta tese para indicar que oferece um conjunto de princípios e ensinamentos que explica, orienta e dá objetivos à visão do Mercado, ressaltando o caráter metafísico das fundações e preconceitos da Economia.

das escolhas estratégicas, por meio da difusão da informação privada – o instrumento desta difusão são os preços de mercado -, ao resto da sociedade. A crescente formalização matemática das condições de equilíbrio é a maneira de pensar adotada por esse programa de pesquisa. Os modelos macroeconômicos tornam-se cada vez mais axiomáticos, lógicos e atemporais.

Em matéria de política econômica, os neowalrasianos postulam que as intervenções públicas e as distorções de preços, toleradas pela síntese neoclássica, não fornecem os incentivos corretos aos agentes econômicos e desestimulam a atividade privada. Em especial, a utilização da política fiscal pode tornar instável e estagnar a economia. Os bancos centrais tornam-se os principais responsáveis pela estabilização macroeconômica, subordinando-se a política fiscal à política monetária. A macroeconomia keynesiana dissolve-se numa nova teoria microeconômica, que trata basicamente das imperfeições e assimetrias das informações disponíveis para os agentes em diferentes mercados, em particular no mercado de trabalho. O próprio objeto da macroeconomia, o estudo das falhas de coordenação entre agentes estrategicamente interdependentes, desaparece para dar lugar à análise das distorções estruturais provocadas pelas intervenções públicas (Boyer, 1997).

A visão dominante anterior no *mainstream*, a síntese neoclássica, enfatizava a instabilidade macroeconômica, impressionada pelo legado do entre-guerras (1919-39), daí sua aceitação de um papel importante para a intervenção estatal, mais especificamente para a gestão ativa da demanda agregada por meio da política fiscal e por meio de intervenções nos mercados de bens e financeiros. O consenso no *mainstream* era construído em torno da idéia de que a intervenção estatal é necessária para alcançar o pleno emprego e o crescimento.

Com o fim da *Golden Age*, instala-se a revolta dos mais afluentes contra a inflação, os impostos (particularmente contra as alíquotas marginais cada vez mais elevadas) e as transferências (o principal instrumento de coesão social nos países desenvolvidos). As sociedades desenvolvidas entram numa era, no final da década de 70, em que predomina a ideologia e os governos neoliberais. A evolução da macroeconomia do *mainstream* não pode ser separada da vitalidade do projeto neoliberal na década de 80 (Anderson, 1996). Compartilha-se, assim, da tese principal expressa em Tavares e Fiori (1997): a dinâmica capitalista torna-se completamente incompreensível se não é tomada em conta a determinação simultânea de fatores econômicos e políticos, uma razão adicional para categorizar as teorias macroeconômicas segundo suas visões. Os economistas do *mainstream* acreditam que a resistência do capitalismo provém da contínua extensão dos mercados, mas os demais economistas e outros cientistas sociais acreditam que se deve ao jogo entre, por um lado, o dinamismo da acumulação de capital e as transformações sociais associadas, e, por outro, as restrições e oportunidades forjadas na esfera política (Boyer, 1996).

A segunda visão, denominada nesta tese de visão da Coordenação, explicitada mais extensivamente a seguir, na introdução à Parte III, propõe basicamente uma abordagem anti-reducionista, isto é, não apenas determinada por seus componentes microeconômicos, rejeitando a utilização de fundamentos axiomáticos atemporais para estudar problemas intertemporais e atribuindo um papel fundamental nas escolhas estratégicas à complexidade, à irreversibilidade, ao desequilíbrio e à instabilidade (Vercelli, 1994).

Adicionalmente, na explicação do processo de desenvolvimento econômico, crucial para os países em desenvolvimento, as regularidades tecnológicas ("trajetórias tecnológicas") e as instituições assumem papel de destaque. Ao passo que, na visão do Mercado, agentes econômicos racionais tentam projetar mecanismos ótimos de coordenação, inovações descentralizadas concorrem nos mercados para provar a sua viabilidade e a convergência para as *best practices and institutions* é assegurada pela concorrência. Na visão da Coordenação, a racionalidade econômica não se dá num contexto social e político abstrato: as instituições não devem apenas resolver problemas de eficiência ou sociais, mas podem ser a conseqüência de assimetrias de poder político-econômico, daí a persistência das "especificidades nacionais" ou "estilos" regionais de capitalismo. Nesta visão, algumas instituições determinam as possibilidades de *catching up*. Em especial, na decisiva interação Estado-Mercado, propõe a superação do falso dilema destacado pela visão do Mercado, incentivando a coordenação e a cooperação mútua entre as ações dos setores público e privado, para aumentar a eficiência produtiva e reduzir a incerteza que envolve o cálculo econômico de longo prazo.

Finalmente, sendo herdeira da tradição keynesiana, os fluxos de capitais abundantes e desregulados produzidos pela globalização financeira são vistos, pela visão da Coordenação, como uma fonte de instabilidade potencial: a especulação torna instáveis as taxas de câmbio e as taxas de juros, e esta instabilidade acaba por provocar efeitos negativos nas economias reais.

Para manter-se em dimensões razoáveis, esta tese não persegue o debate desta visão com a visão do Mercado sobre políticas macroeconômicas nos países desenvolvidos, restringindo-se à América Latina, em particular ao Brasil.[9] Porém, dada a clara hegemonia do *mainstream* e a sua pretensão universalista na formulação da agenda das discussões econômicas, inclusive em torno dessas matérias, não se pode deixar de examinar brevemente a sua contribuição ao debate sobre políticas macroeconômicas nos países desenvolvidos. Essa contribuição é examinada na Parte I, "Políticas Macroeconômicas e Regimes Cambiais". Nas Partes II e III, "A Construção do Consenso de Washington" e "Os Críticos Latino-Americanos ao Consenso de Washington", respectivamente, examinam-se as interações entre políticas macroeconômicas, restrição externa e reformas estruturais na América Latina

[9] Introduções à controvérsia, entre nós, encontram-se em Miranda (1992 e 1997) e Belluzzo (1997). Recomenda-se também Plihon (1991).

pela ótica do *mainstream* e dos seus críticos no período que medeia o fracasso dos primeiros programas "heterodoxos", em meados da década de 80, e a adoção dos programas com âncoras cambiais, na década de 90.[10] Na Parte IV, "A Adesão ao Consenso de Washington no Brasil", mostra-se especificamente a reviravolta estratégica no Brasil que se inicia com o Plano Collor: retorna a ortodoxia e com ela a confiança nas reformas estruturais propostas pelo Consenso de Washington (CW), especialmente as privatizações e as aberturas comercial e financeira. Entre 1990-93, a visão do Mercado torna-se hegemônica. Essa mudança nas preferências dos agentes econômicos privados e das autoridades públicas não pode ser separada da nova conjuntura financeira internacional, que estimula um determinado tipo de inserção do Brasil na globalização.

Para dar uma idéia mais precisa do conjunto da tese, opta-se por apresentar, a seguir, pequenas introduções a cada uma das quatro Partes. Na Parte I, "Políticas Macroeconômicas e Regimes Cambiais", o objetivo é fornecer uma exposição sintética do desenvolvimento das grandes questões de política macroeconômica pelo *mainstream*, mantendo o foco nos regimes cambiais. Esse objetivo é perseguido no Capítulo 1, "Políticas Macroeconômicas e Regimes Cambiais: A Contribuição do *Mainstream*". O comportamento das taxas de câmbio e a natureza do regime cambial são temas de vital importância para qualquer Estado nacional na economia internacional contemporânea, uma vez que governam as ligações entre a economia nacional e o resto do mundo, estabelecendo os preços relativos entre as produções doméstica e internacional, influenciando a designação interna dos recursos entre setores produtores de bens comerciáveis e não-comerciáveis, e determinando quanto da riqueza financeira global, isto é, do investimento direto externo (IDE) e das aplicações de carteira dos investidores nacionais e internacionais, é denominado na moeda nacional.

As três hipóteses subjacentes no exame da contribuição da visão do Mercado sobre esse tema são: primeira, a dimensão financeira do processo de globalização torna-se a mais relevante para entender as mudanças nas políticas macroeconômicas; segunda, os processos de liberalização e desregulação nas finanças internacionais, que dão origem às inúmeras inovações nos instrumentos financeiros, aumentam substancialmente a mobilidade internacional dos capitais e a interdependência dos mercados de moedas e financeiros, mudando a natureza das intervenções do bancos centrais nos mercados de divisas, independentemente da escolha do regime cambial; e terceira, os movimentos de desregulação e financeirização não são fruto de movimentos espontâneos das forças de mercado, fazendo parte, pelo contrário, de um esforço estratégico de restauração da hegemonia dos Estados Unidos (EUA), posta em xeque na década de 70 (Belluzzo, 1997; Miranda, 1997; Tavares e Melin, 1997).

---

[10] O termo "heterodoxos" é um termo genérico utilizado, na década de 80, para denominar programas de estabilização que contemplam políticas de rendas.

Nas últimas duas décadas, as mudanças na teoria macroeconômica refletem a menor confiança do *mainstream* na existência de um *trade-off* de longo prazo entre crescimento e inflação, como expresso na curva de Phillips, uma mudança de percepção que causa um enorme impacto sobre as políticas econômicas nos países desenvolvidos. Passa a predominar a tese da aceleração da inflação: a inflação tende sempre a subir e não se verifica o *trade-off* no longo prazo, vale dizer, a curva de Phillips é vertical. Não há alternativas às políticas macroeconômicas que se recusam a acomodar a aceleração da inflação e uma eventual maior taxa de desemprego é considerada um resultado endógeno do controle da inflação.[11] Desaparece a distinção entre o desemprego "keynesiano" e "clássico": o desemprego elevado deve-se a problemas no lado da oferta e a diversos tipos de rigidez no mercado de trabalho, que se somam à insuficiente qualificação e à baixa motivação dos trabalhadores. "Reformas estruturais" de médio e longo prazos, aumentando a concorrência e a flexibilidade em todos mercados e promovendo a educação e o treinamento da mão-de-obra, substituem o papel antes reservado à gestão da demanda agregada na solução do desemprego. Este último retorna como a questão macroeconômica central na segunda metade da década de 80. Julga-se que aumentar a demanda agregada para resolver o problema do desemprego é uma solução apenas temporária e sempre inflacionária. Há um novo papel, consideravelmente mais limitado, conferido às políticas macroeconômicas: estabelecer metas monetárias de médio prazo condizentes com uma inflação baixa e estável. O consenso, cada vez mais forte, é que manter a inflação baixa, por si só, é a principal política macroeconômica para promover a eficiência e o crescimento da economia (Allsopp, 1989).

A novidade teórica é a importância concedida às expectativas e ao processo de aprendizado dos agentes econômicos nas decisões de política econômica. A negligência destes aspectos na síntese neoclássica não sobrevive à ofensiva dos novos clássicos na década de 70, que propõem "expectativas racionais". Deve-se reconhecer os méritos desta escola, que obrigam às demais a reconhecer e examinar a pertinência dos processos de formação de expectativas, os efeitos das políticas no lado da oferta e a distinção entre políticas antecipadas e não antecipadas. Os novos clássicos introduzem o tema que domina o debate econômico no último quartel deste século: há um "processo de aprendizado" dos agentes econômicos, que se reflete nas suas reações às políticas macroeconômicas. Utilizando expectativas racionais, suas contribuições enfatizam, nas decisões de política econômica, a possibilidade de inconsistência temporal, a importância da credibilidade e a necessidade de

[11] A taxa de desemprego é expressa pela Nairu (*non-accelerating inflation rate of unemployment*) que representa o desemprego residual quando as autoridades monetárias estabilizam a taxa de inflação (por exemplo, estabelecendo uma regra para os agregados monetários). O efeito ideológico da Nairu é justificar a completa inversão de propósitos das decisões dos bancos centrais: ao invés de tomarem como meta o alcance do pleno emprego, preocupam-se, isto sim, com a "excessiva" criação de empregos, e as variáveis do mercado de trabalho passam a ser escrutinadas nas decisões sobre política monetária.

independência das autoridades monetárias, todas brevemente examinadas na Parte I.

Evidencia-se também, entretanto, que a ofensiva dos novos clássicos perde seu ímpeto na discussão dos regimes cambiais ao longo da década de 80. Colaboram para isso a desilusão do *mainstream* com taxas de câmbio flutuantes, a falta de comprovação empírica da existência de mercados de câmbio eficientes, a evidência da crescente especulação nos mercados financeiros e cambiais, os maiores desequilíbrios macroeconômicos associados à negligência das políticas fiscal e cambial nos EUA e a permanência de um elevado desemprego estrutural (em particular na Europa). Os bancos centrais passam a utilizar a taxa de câmbio como uma variável intermediária de política monetária, mas suas *operating procedures* tornam as taxas de juros de curto prazo mais voláteis (especialmente quando os mercados acreditam haver uma inconsistência temporal da política econômica) e o impacto desta volatilidade transmite-se para todos os mercados financeiros, inclusive os mercados de longo prazo, e para o mercado cambial. As autoridades monetárias descobrem que o novo mecanismo de transmissão da política monetária, na fase da globalização, leva mais tempo para enxugar a liquidez (a política monetária restritiva age por meio do racionamento dos créditos bancários, que se generaliza quando desencadeado por uma queda dos preços dos ativos financeiros) e no interim o *overkill* da política monetária pode causar crises financeiras sérias.

Na Parte I mostra-se que o debate no âmbito do *mainstream*, na década de 80, é marcado pela ofensiva dos novos keynesianos, que aceitam o desafio dos novos clássicos de empregar metodologicamente as ferramentas da microeconomia para dar fundamentos à macroeconomia, mas que alternativamente sublinham as imperfeições dos mercados e as externalidades como elementos definidores da questão principal da macroeconomia. Para os novos keynesianos, os agentes são diferenciados, os preços não podem resolver simultaneamente as questões da alocação eficiente dos recursos e da disseminação simétrica da informação; permanecem as assimetrias de informação em vários mercados (notadamente nos mercados de trabalho e financeiro), há uma certa autonomia dos processos politicos, e reconhece-se o papel das externalidades e dos rendimentos crescentes. Neste enfoque, admite-se que as intervenções públicas podem ser estabilizadoras em determinadas circunstâncias (Boyer, 1997).

Como resultado da ofensiva dos novos keynesianos, a vitória do programa de pesquisa de fundamentos microeconômicos torna-se uma vitória de Pirro: multiplicam-se os modelos com diferentes hipóteses sobre informações, procedimentos de coordenação, poder etc., cujos testes econométricos fornecem uma multiplicidade de resultados para a macroeconomia aplicada, aumentando as incertezas e indeterminações na Economia, mais do que reduzi-las. A procura de resultados mais pertinentes e robustos origina programas de pesquisa extremamente especializados, gerando uma enorme

perplexidade na apreciação agregada dos resultados.[12] Como as técnicas econométricas não proporcionam forte seletividade entre as hipóteses concorrentes, a teoria macroeconômica produz apenas algumas relações intuitivas simples sobre o comportamento dos agentes econômicos e o ajustamento dos mercados (Boyer, 1997).

Mostra-se que essa perplexidade também atinge os modelos de taxa de câmbio, cujas conclusões são altamente dependentes das hipóteses feitas acerca do tipo de previsão e antecipação dos agentes econômicos, do nível de substituição entre divisas postulado e da hierarquia inerente às relações monetário-financeiras internacionais. Surgem novos modelos *ad hoc*, adaptados para certas questões e épocas. Além disso, comprova-se que o conteúdo informativo da conta corrente reassume importância para os agentes em certas conjunturas e a identificação das causas do seu desequilíbrio nem sempre é fácil ou incontroversa.

Conclui-se que a globalização financeira, ao dissolver as fronteiras entre ativos financeiros e moeda, bancos e outras instituições financeiras, instituições financeiras e mercados de títulos, e mercados nacionais e internacionais para ativos denominados numa mesma moeda, acaba por tornar obsoletos todos os modelos desenvolvidos pelo *mainstream* para explicar o comportamento da taxa de câmbio como determinado pelas variáveis econômicas fundamentais. Estes modelos assumem implicitamente que os fundamentos econômicos, reais e monetários, determinam os preços dos ativos financeiros e a cotação da taxa de câmbio. A crise do Sistema Monetário Europeu (SME) em 1992-93 é a primeira de uma série de crises nesta década que demonstra que pode ocorrer exatamente o oposto: os rápidos e amplos movimentos e mudanças dos preços das moedas, das ações e dos bônus não respondem a mudanças prévias nas variáveis econômicas fundamentais, e, sim, pelo contrário, determinam a evolução destas últimas. Os preços dos ativos financeiros e a cotação da taxa de câmbio são muito mais difíceis de se prognosticar do que as variáveis econômicas fundamentais, pois dependem de um prêmio de risco, um fator muito volátil, influenciado pela aversão ao risco por parte dos investidores, isto é, muito dependente da psicologia coletiva, que oscila bastante e pode ser pouco racional. Esta psicologia coletiva depende em boa medida da "credibilidade" das autoridades monetárias e da "confiança" dos investidores, dois conceitos de difícil mensuração e previsão. Como se comprova no caso da França em 1992-93, "credibilidade" e "confiança" são atributos árdua e lentamente alcançados, mas cuja perda pode ser imediata.

Quanto à restrição externa, verifica-se que o financiamento intertemporal das contas correntes dos países desenvolvidos parece não enfrentar problemas maiores nos mercados internacionais na década de 80, em franco contraste com os países em desenvolvimento, em especial os altamente endividados. Não

[12] Expressa no subtítulo de um artigo que resenha as contribuições dos dez melhores economistas acadêmicos do mundo na faixa dos 30 anos: As pesquisas de brilhantes jovens economistas são multidisciplinares, mas causam pouco impacto no mundo real (The Economist, 1999: 2).

obstante, as expectativas sobre a intensidade da restrição externa continuam a influenciar tanto a política econômica quanto o comportamento do setor privado nos países desenvolvidos. A restrição externa pode permanecer apenas latente, "disciplinando" permanentemente a política econômica. Neste caso, manter a "disciplina" pode significar pagar um preço elevado em termos de crescimento e emprego perdidos no longo prazo.

Nas Partes II e III, "A Construção do Consenso de Washington" e "Os Críticos Latino-Americanos ao Consenso de Washington", respectivamente, examina-se a interação entre políticas macroeconômicas, restrição externa e reformas estruturais na América Latina pela ótica do *mainstream* e dos seus críticos no período que segue o fracasso dos primeiros programas "heterodoxos", na segunda metade da década de 80, até a adoção dos programas com âncoras cambiais, na década de 90.

Qualquer análise da situação econômica da América Latina na década de 80 parte da constatação que as pretensas virtudes do crescimento com endividamento, na década de 70, são perdidas na seqüência de fortes choques externos entre 1979-82, mostrando a fragilidade externa de uma inserção financeira internacional baseada em empréstimos bancários concedidos em montante muito expressivo como percentual das exportações e com taxas de juros flutuantes. Na primeira metade da década de 80, os numerosos e sucessivos fracassos nos ajustamentos promovidos pela ortodoxia levam os seus críticos (os "heterodoxos") a sublinhar pelo menos quatro características que impedem o sucesso dos programas de ajustamento regionais diante da nova conjuntura financeira internacional: a permanência de uma restrição externa dominante após 1982; a assimetria nas responsabilidades dos países desenvolvidos e dos países em desenvolvimento; o caráter inercial da inflação; e a crescente influência das instituições de Bretton Woods nesses programas.

Uma restrição externa dominante surge quando o conjunto dos agentes internos enfrenta uma restrição de liquidez nos mercados internacionais de capitais privados e oficiais, vale dizer, quando o resultado agregado dos diversos componentes da conta corrente do balanço de pagamentos, líquido dos movimentos das reservas internacionais, exige um volume de financiamento externo que os credores internacionais não estão dispostos a sustentar voluntariamente em condições de mercado. No contexto de uma restrição externa dominante, os componentes da conta capital do balanço de pagamentos estão determinados por elementos exógenos de racionamento de crédito, não respondendo à arbitragem das taxas de juros. Os fluxos de capitais respondem a eventos como renegociações das dívidas externas, condicionalidades, apoio externo oficial ou multilateral. O IDE tampouco é influenciado de forma significativa por decisões e comportamentos dos agentes econômicos internos. O ajuste externo recai de forma desproporcional sobre as reservas internacionais e os fluxos da balança comercial. Como as reservas internacionais regionais permanecem abaixo do nível desejado durante toda década de 80, impõe-se a perseguição dos ajustes externos pela obtenção de

superávits consideráveis nas balanças comerciais, que só podem ser alcançados, no curto e médio prazos, por um *mix* de política econômica que reduz a demanda interna e desvaloriza a taxa de câmbio, tendo como objetivo principal a redução das importações em vez da promoção das exportações. Além do mais, a restrição externa dominante acaba por tornar mais rígidos os fluxos financeiros entre os diversos agentes econômicos internos, particularmente os fluxos de financiamentos do setor privado ao setor público que, como regra geral na região, estatiza a dívida externa e assume as suas obrigações frente aos credores internacionais (Marfan, 1990).

A restrição externa dominante caracteriza a situação da América Latina em toda a década de 80. A conjugação de choques externos entre 1979-82 (a elevação das taxas de juros internacionais, o segundo choque do petróleo, a queda nos preços das *commodities* produzidas pela região e a recessão internacional) fazem com que tanto o serviço quanto o próprio estoque da dívida externa subam drasticamente como percentual das exportações regionais nos principais países da região.[13] Por exemplo, o principal indicador de solvência externa no curto prazo, o serviço da dívida externa como proporção das exportações latino-americanas, sobe de 17% em 1979 para 38% em 1982. Em 1990, ainda está acima de 23%. No final da década, a região continua apresentando proporções críticas de endividamento superiores às adotadas pelo Banco Mundial para sinalizar uma elevada probabilidade de crises financeiras (*defaults*). Uma dessas regras, muito utilizada, é que a proporção dívida externa/exportações não supere 220%. Em 1990, essa proporção ainda se situa em 269% na América Latina, bem acima desse limite crítico (Cepal, 1997).

Na década de 80, "ajustamento" significa basicamente a redução do grau de utilização da capacidade produtiva e da acumulação de capital na América Latina para adequá-los à nova conjuntura financeira internacional. Com a crise do México, em 1982, há um intenso racionamento dos créditos privados para a região até o final da década. A América Latina efetua uma transferência líquida de recursos da ordem de US$ 25,8 bilhões/ano entre 1983-89 (Cepal, 1997). Os "heterodoxos" afirmam que a América Latina enfrenta um duplo desafio nesse "ajustamento": por um lado, obstáculos internos e externos (entre os quais o "novo protecionismo" dos países desenvolvidos) impedem o crescimento dinâmico das suas exportações e, por outro, credores demandam maiores transferências de recursos ao exterior (Meller, 1993).

A magnitude do choque externo é perfeitamente evidenciada pela constatação de que os pagamentos de juros brutos da América Latina sobre a dívida externa entre 1982-86 (uma média de 5,7% do PIB e de 35,4% das exportações)

[13] O choque dos juros pode ser sumariamente descrito por dois eventos. Primeiro, a taxa básica nominal dos empréstimos, a Libor, sobe de 8,8% na década de 70 para 11% entre 1980-87. As maiores taxas de juros nominais produzem, por si só, problemas de liquidez, mesmo com taxas de juros reais constantes, pois o período de pagamento do valor real da dívida (a amortização) se reduz. Segundo, a situação agrava-se, uma vez que as taxas de juros reais sobem de 0,4% na década de 70 para 4,7% entre 1980-87.

são o dobro, em termos relativos, das compensações alemãs entre 1925-32 (2,5% do PIB e 13,4% das exportações), após a Primeira Guerra Mundial. A experiência histórica anterior não registra a ocorrência de uma restrição externa de cifras relativas semelhantes por tempo tão prolongado (Meller, 1993). [14]

A ausência de obrigações simétricas entre devedores e credores no regime financeiro internacional reflete-se nas conseqüências da brusca mudança de financiamentos externos privados abundantes na década de 70, notadamente na forma de empréstimos bancários, para ajustamentos sem financiamento externo (privado e oficial) adequado aos países em desenvolvimento, em particular aos altamente endividados, na década de 80. O peso do ajustamento à crise do endividamento recai unicamente sobre os países devedores e a tese da co-responsabilidade é rechaçada pelos países desenvolvidos. A cooperação internacional Norte-Sul reduz-se substancialmente, dificultando-se até os aumentos das cotas do Fundo Monetário Internacional (FMI) e do Banco Mundial (BM) imediatamente após a moratória mexicana. Há um forte declínio da ajuda internacional dos países desenvolvidos aos países mais pobres ao longo dessa década. O Grupo dos Sete (G-7) e, *primus inter pares*, os EUA emergem como o centro das decisões sobre as finanças internacionais, recusando-se a tornar multilateral a discussão sobre o ajustamento à crise do endividamento. O tratamento caso a caso é a regra nas renegociações das dívidas externas. Nesse grupo restrito de países credores, o consenso é que os problemas de balanço de pagamentos nos países em desenvolvimento, ainda que causados por fatores internacionais sob a responsabilidade dos primeiros, devem ser resolvidos por reformas internas com apoio financeiro externo mínimo (Killick, 1990; Bird, 1990a; e Meller, 1993).

No diagnóstico sobre o caráter da inflação, os "heterodoxos" desenvolvem os conceitos de "inflação inercial" e "regime de alta inflação" para descrever uma inflação que se torna independente da oferta monetária pela existência de mecanismos de indexação na economia. Na sua presença, não acreditam na suposta complementaridade automática entre um ajuste de curto prazo para alcançar o equilíbrio externo e a retomada sustentada do crescimento, conforme apostam os programas de estabilização ortodoxos. Pelo contrário, apontam que a evidência empírica é que esses programas se tornam fortemente recessivos e inflacionários. A própria meta de gerar um superávit fiscal primário, central nesses programas, é prejudicada pela recessão e inflação induzidas e pelos efeitos políticos adversos que causam, e não por uma suposta "falta de vontade política" dos governos latino-americanos. Por sua vez, com a permanência do déficit fiscal, os agregados monetários tornam-se endógenos e passivos. Em suma, políticas fiscal e monetária austeras são claramente insuficientes, quando não contraproducentes, no combate inflacionário.

---

[14] O pagamento líquido de juros e lucros na América Latina atinge US$ 34,9 bilhões anuais entre 1982-90 (Cepal, 1997).

No final da década de 80, depois do fracasso sucessivo da ortodoxia e das "heterodoxias", permanece a desordem macroeconômica na Amêrica Latina: persiste a instabilidade crônica das principais variáveis macroeconômicas; há regressão da renda per capita regional; a formação bruta de capital fixo regride para niveis inferiores aos da década de 50; os cortes nas importações, efetuados durante a implementação dos programas de ajustamento, afetam negativamente o desempenho econômico em termos de eficiência e as exportações não acompanham o *boom* do comércio internacional entre 1988-90; a conta corrente continua deficitária e as reservas internacionais cobrem apenas cinco meses de importações em 1990. Na conjuntura financeira internacional, não há sinal de renovação do acesso dos países latino-americanos aos créditos privados voluntários internacionais (o movimento liquido destes capitais continua negativo em 1990), o estoque de IDE na região encontra-se estagnado desde 1982 e as tendências dos preços das *commodities* exportadas permanecem pessimistas, apesar da pequena recuperação em 1987-88 (Cepal, 1997).[15]

No final da década de 80, as respostas regionais à "década perdida" estão sendo influenciadas pelas discussões sobre políticas macroeconômicas no âmbito do *mainstream* nesta década, marcadas pelo intenso questionamento das políticas de gestão da demanda agregada e pela defesa da desregulação das atividades econômicas para aumentar a concorrência e flexibilizar os mercados. A ideologia neoliberal domina crescentemente as decisões de política econômica regional. A forma específica desta dominação é defender a necessidade de maior subordinação das políticas domésticas às exigências da economia global.

Nos países desenvolvidos, o restabelecimento da "confiança" privada e da "credibilidade" das autoridades econômicas, necessário para desencadear os novos investimentos e a reestruturação produtiva promovida pela globalização, compreende duas exigências principais: disciplinar os sindicatos e controlar o gasto público. Nos países em desenvolvimento as exigências são muito maiores. Instala-se um processo internacional de formação de um "consenso", particularmente dirigido à América Latina, para operacionalizar o Estado como a agência que ajusta as sociedades nacionais às demandas de um novo modelo de desenvolvimento econômico, *outward-oriented* e *market-friendly.*

No final da década de 80, no plano politico-ideológico, as maiores contribuições para esse "consenso" são dadas pela hegemonia global avassaladora do "pensamento único",[16] pela exclusão da América Latina do auge cíclico

[15] Os termos de troca na América Latina registram uma forte involução (taxa média anual de -3,2%) entre 1981-90 (Cepal, 1997).

[16] "Pensamento único" é a denominação dada às aplicações econômicas da ideologia neoliberal nas grandes organizações internacionais (entre as quais destacam-se o FMI, o BM, o Banco Interamericano de Desenvolvimento, o Banco de Pagamentos Internacionais, a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico, a

sincronizado no capitalismo central entre 1987-89 (em forte contraste com os países do Leste Asiático) e pela queda dos regimes socialistas na Europa Central e Oriental. Nesse plano, as tendências nos principais países da América Latina convergem para aquelas vigentes nos países do G-7, dando fôlego ao movimento por "reformas estruturais" na região: no México, verifica-se a discutível vitória eleitoral de Salinas de Gortari; no Chile, a oposição democrática promete manter relativamente intocadas as políticas econômicas da ditadura de Pinochet; na Argentina, Jamaica, Peru e Venezuela, as vitórias de políticos populistas são seguidas, imediatamente, por surpreendentes anúncios de medidas liberalizantes, abjuradas ou omitidas nas campanhas eleitorais; finalmente, no Brasil, Collor de Mello vence as eleições de 1989 com uma plataforma "modernizante".

A característica mais destacada do "consenso" regional, segundo analistas de diferentes convicções políticas, especializações ou escolas, é uma profunda desconfiança na capacidade dos Estados nacionais em intervir na economia.[17] O "consenso" apregoa o desengajamento progressivo do Estado da vida econômica, em boa parte respondendo às pressões por liberalização e desregulação do governo americano e das instituições multilaterais, especialmente as sediadas em Washington, daí ser conhecido por Consenso de Washington (CW).

Na Parte II trata-se da construção do Consenso de Washington na América Latina em três capítulos. No Capítulo 2, "Os Programas de Ajustamento do FMI", examinam-se as políticas econômicas recomendadas por esta instituição nos processos de ajustamento da América Latina na década de 80, principalmente a introdução do "ajustamento estrutural", um termo antes empregado pelo FMI e pelo BM para designar medidas destinadas a tornar sustentável o balanço de pagamentos, que adquire agora o significado bem mais amplo de "reformas estruturais", tanto das políticas econômicas quanto das instituições públicas, para alcançar os equilíbrios interno e externo. A importância prática da exigência de "ajustamento estrutural" não pode ser esquecida: o selo de aprovação do FMI é necessário para novos empréstimos oficiais, multilaterais e privados nos processos de renegociação das dívidas externas. No "ajustamento estrutural", os papéis históricos do FMI (a supervisão da estabilização de curto prazo) e do BM (o apoio ao desenvolvimento com créditos de longo prazo) sofrem um processo de fusão na segunda metade dessa década: o FMI adota uma visão de longo prazo, tentando influenciar a oferta para compensar os efeitos negativos de seus programas de estabilização no médio prazo, e o BM introduz variáveis de curto prazo na sua análise de projetos. As "reformas estruturais" que passam a ser exigidas representam uma interferência muito maior nas escolhas nacionais do que o programa tradicional do FMI. Essa fusão de instrumentos e metas

---

Organização Mundial de Comércio e a Comissão Européia) num editorial de janeiro de 1995 do diário *Le Monde* (Paris). Desde então, tem sido amplamente empregada por intelectuais críticos do neoliberalismo.

[17] Para as características da criação desse processo de "consenso" no Brasil, ver Sola (1995).

introduz uma dupla e cruzada condicionalidade, que ameaça os devedores renitentes com a suspensão conjunta dos créditos multilaterais e oficiais, numa conjuntura de grande dependência regional destes créditos. A política econômica regional passa a ser determinada, em boa parte, pela agenda e reação das instituições multilaterais (Killick, 1990; Meller, 1993).

No Capítulo 3, "O Banco Mundial e as Reformas Estruturais", descreve-se a ambiciosa tentativa do BM no Relatório sobre o Desenvolvimento Mundial *RDM 1991* (Banco Mundial, 1991) de demonstrar que a "modernização via internacionalização" - termo que Przeworski (1993) utiliza para descrever a estratégia geral que recomenda aos países em desenvolvimento a adoção dos padrões econômicos, políticos e culturais dos países capitalistas avançados, especialmente dos EUA -, pode ser uma fonte de crescimento mais dinâmica do que a expansão puxada pela demanda interna, num momento em que a gestão da demanda interna deve se concentrar nos objetivos antiinflacionários. Trata-se justamente de adotar uma estratégia que tire partido da maior desconexão entre o lado da oferta e o lado da demanda nas economias nacionais, possibilitada pela globalização produtiva. Assegura, ademais, que mesmo com recursos financeiros externos escassos, pode haver crescimento como resultado de incrementos de produtividade gerados pelos processos de privatização, desregulação e liberalização do comércio e do IDE.

A idéia-chave, enfatizada no exame da contribuição dos vínculos globais ao desenvolvimento econômico no *RDM 1991*, é justamente que a abertura ao comércio, ao investimento e às idéias torna-se crucial para estimular os produtores internos, mediante a introdução de novas tecnologias, a reduzir custos e a desenvolver produtos novos e melhores. Essa idéia-chave é elaborada tendo por base as novas teorias do crescimento endógeno, nas quais as externalidades na educação, qualificação da mão-de-obra, tecnologia, etc. passam a ser o motor do crescimento.

Recomenda-se, então, a generalização das *outward-oriented* e *market-friendly strategies*, com base em uma leitura neoliberal do sucesso do modelo do Leste Asiático. "Ajustamentos estruturais" tornam-se, assim, processos de integração à ordem internacional, com condicionalidades políticas e econômicas, que se reforçam desde o lançamento do Plano Brady em 1989: 1) as reformas econômicas e o financiamento externo adicional tornam-se interdependentes; 2) oferece-se um menu de opções voluntárias para os bancos que "securitiza" as dívidas externas e permite desvalorizações dos estoques em troca de maiores garantias; 3) as instituições multilaterais fornecem o dinheiro para estas garantias.[18]

Confirma-se o abandono de uma visão multilateral nas relações Norte-Sul. Cada país em desenvolvimento deve "colocar a casa em ordem", elevando os

[18] As mudanças na gestão das dívidas externas desencadeadas pelo Plano Brady encontram-se em Baer (1993) e Berthélemy e Lensink (1992).

incentivos domésticos para o setor privado. O Estado necessita de uma revisão drástica e a desordem macroeconômica de certos países em desenvolvimento, especialmente na América Latina, deve-se a três décadas de gestão nacional marcadas pela lógica da maximização do poder estatal em detrimento da eficiência econômica. A corrupção e o *rent seeking* associados à intervenção estatal inibem o crescimento nesses países. Como se conjectura que a conjuntura financeira internacional não deve mudar nos próximos anos, a premissa básica é que a busca do equilíbrio externo deve ser compatível com um ambiente internacional adverso. O crescimento deve ser obtido pela busca da estabilidade e pela promoção de reformas internas, com a elevação da poupança externa complementando essas reformas num momento seguinte.[19] Degrada-se, teoricamente, a restrição externa ao crescimento, que cede o seu lugar central na análise dos obstáculos ao crescimento às reformas estruturais internas, isto é, unicamente aos determinantes do lado da oferta.

Estabilizar primeiro e promover o "ajustamento estrutural" a seguir representa a continuidade da posição oficial do FMI e do BM desde meados da década de 80 (Michalopoulos, 1987). Como se passa da desordem macroeconômica para o equilíbrio? A dúbia resposta do *RDM 1991* é que depende do *timing* e da seqüência das reformas estruturais, remetendo à "economia política" das reformas.

No Capítulo 4, "As Conferências de Washington e Jerusalém", mostra-se o processo de consolidação do CW em três conferências (duas em Washington e uma em Jerusalém), realizadas entre novembro de 1989 e janeiro de 1993, nas quais são contrastados os casos de "sucesso" dos reformistas (Chile e México) com o "fracasso" dos retardatários (Argentina e Brasil). O objetivo dessas conferências é criar um clima intelectual favorável às recomendações do CW, fortalecendo os economistas partidários dessas recomendações na América Latina, que se autodenominam "reformistas", denominação antes reservada aos movimentos contrários ao *establishment*.

Na Parte III, trata-se da contestação ao CW pelos economistas latino-americanos não pertencentes ao *mainstream*. Estes economistas alertam que as inúmeras investigações empíricas sobre os determinantes do crescimento econômico nos países em desenvolvimento conferem um papel pouco destacado aos ganhos estáticos de eficiência. Valendo-se do exame das poucas experiências de "sucesso" conhecidas, enfatizam, como principais fatores explicativos do crescimento, a absorção continua do progresso técnico e os altos níveis de poupança interna. Destacam também o papel central dos fatores estruturais e institucionais nos determinantes do investimento. Uma vez tomadas, as decisões de investimento dependem inicialmente do financiamento de curto prazo oferecido pelos bancos ou do autofinanciamento das empresas, e não da oferta de poupança prévia. Particularmente, sublinham que a falta de

[19] Uma grande dificuldade na formação do CW na América Latina e Caribe são os resultados insatisfatórios dos países que efetuaram as reformas até 1989: apenas Chile e Costa Rica apresentam algum crescimento; México, Bolívia, Jamaica e Uruguai estão estagnados; e Trinidad-Tobago acusa um forte retrocesso.

intermediação financeira adequada e expectativas empresariais pessimistas, deprimidas por um longo período de instabilidade macroeconômica, podem consolidar trajetórias de "estabilidade com estagnação" nas economias latino-americanas. Sua ênfase é na importância do crescimento sustentado para elevar a poupança e o investimento nos seus países. Entre os requisitos para sustentar esta estratégia alternativa, destacam a necessidade de superar e evitar o retorno da restrição externa dominante, que consideram o principal fator limitante do desenvolvimento econômico na América Latina. Neste sentido, denunciam os possíveis efeitos negativos de aberturas radicais, comercial e financeira.

Ressalte-se que os economistas latino-americanos adversários da visão do Mercado também participam do "processo de aprendizado" regional na década de 80. Partilham do consenso sobre o esgotamento da estratégia de substituição de importações e reconhecem a necessidade de austeridade fiscal e de maior competitividade internacional na nova estratégia de desenvolvimento regional. Há revisões importantes no seu pensamento, modificando percepções de longa data sobre o papel do Estado, as potencialidades dos mercados externos e o manejo da política macroeconômica de curto prazo. Há um aparente maior grau de consenso entre as orientações gerais para as políticas de desenvolvimento dos economistas do *mainstream* e dos seus críticos latino-americanos (prioridade à estabilização e necessidade de profundas transformações na estrutura econômica), mas persistem diferenças consideráveis entre sua visão e a neoliberal. Ao passo que a visão do Mercado enfatiza as medidas de liberalização e desregulação dos mercados internos, a visão alternativa recomenda a adoção de instrumentos mais ativos, valendo-se de um Estado reconstruído. Este novo Estado deve incentivar a cooperação, a criatividade e o dinamismo empresarial. Principalmente, deve ser um Estado "coordenador", com uma visão estratégica do processo de desenvolvimento econômico (Ramos, 1993; Sunkel e Zuleta, 1990).

Para vários desses economistas, os problemas econômicos são de origem histórica e têm índole endógena e estrutural, sendo mais do que simples conseqüências da má gestão da política macroeconômica. Diagnosticam quatro problemas estruturais principais na América Latina na década de 80: uma especialização internacional pouco virtuosa; um padrão produtivo desarticulado, vulnerável (passivo tecnologicamente) e heterogêneo; padrões de financiamento e de propriedade obsoletos; e a persistência de uma distribuição de renda muito concentrada e excludente. Esses problemas não encontram uma resolução espontânea na livre alocação dos recursos, facilitada pelas diversas liberalizações recomendadas pelo CW, e requerem uma ação estatal ativa e dinâmica (Sunkel e Zuleta, 1990).

No Capítulo 5, "Uma Visão Alternativa: Elementos da Visão da Coordenação", investiga-se brevemente os cinco elementos que ajudam a compor a visão da Coordenação na América Latina, partilhada em diferentes graus por esses economistas: o conteúdo das reformas propostas para o Estado; as reformas

propostas para os regimes de comércio exterior e de investimentos diretos estrangeiros; o fomento do aprendizado tecnológico; o financiamento do desenvolvimento econômico; e as lições da experiência do Leste Asiático para os demais países em desenvolvimento.[20]

A mensagem principal, a partir das experiências dos países do Leste Asiático e em franco contraste com a visão do Mercado, é que políticas seletivas, durante a liberalização dos regimes de comércio exterior e investimento direto externo (IDE), podem melhorar o lugar dos países em desenvolvimento na hierarquia internacional, desde que associadas a uma direção estratégica adequada do futuro. Requer-se um projeto nacional de desenvolvimento econômico de longo prazo, para internalizar as novas gerações de indústrias, com maior potencial de inovação e crescimento, e para implementar mecanismos que tornem os comportamentos privados solidários com esse projeto, inibindo as práticas predatórias e oportunistas. Sem dúvida, o grande desafio enfrentado por essa visão é que a coordenação, a centralização e a seletividade do Estado no financiamento do desenvolvimento, julgadas cruciais para assegurar uma direção estratégica ao processo de desenvolvimento, não parecem ser compatíveis com as finanças "indiretas" estimuladas pela globalização (o notável impulso do processo de "securitização").

Partindo da hipótese da manutenção no futuro próximo da conjuntura financeira internacional da década de 80 para os países em desenvolvimento, como adquirir competitividade internacional para promover as exportações e quais os efeitos das condicionalidades que cercam o financiamento externo passam a ser temas recorrentes nas controvérsias latino-americanas. A visão da Coordenação coloca ênfase no caráter sistêmico da competitividade ("competitividade sistêmica"), vale dizer, a competitividade de uma empresa depende de fatores situados fora da empresa e do setor industrial onde ela atua, que se constituem em externalidades específicas a cada contexto nacional, tais como o ambiente macroeconômico, as políticas do lado da oferta e a criação de uma oferta de longo prazo de fundos internos para o desenvolvimento econômico.

No Capítulo 6, "A Contribuição dos Economistas Neo-Estruturalistas", a análise se concentra, especialmente, na contribuição de economistas filiados ao CEDES (Buenos Aires) e à PUC-RJ (Rio de Janeiro), mas também se destacam algumas contribuições de economistas pertencentes ao Cieplan e à Cepal (ambas em Santiago do Chile).[21] A contribuição original e fértil desses neo-estruturalistas latino-americanos, que se estabelece e se amplia baseada nas contribuições pioneiras sobre a inflação inercial, é a incorporação ao debate

[20] O Capítulo 5 também tem a intenção didática de mostrar que há um projeto alternativo e articulado para a inserção da região na economia globalizada, ao contrário do freqüentemente afirmado por defensores da visão do Mercado.

[21] Os economistas que se auto-denominam neo-estruturalistas são muito numerosos na América Latina e apenas uma parcela tem sua contribuição examinada no Capítulo 5. Para outras descrições, ver Ramos (1993) e Lustig (1993).

regional, com inovações significativas, do tema introduzido pelos novos clássicos e que domina o debate econômico no último quartel deste século: há um processo de aprendizado dos agentes econômicos, que se reflete nas suas reações às políticas macroeconômicas.[22]

Uma distinção deve ser feita de imediato: ao longo da década de 80, enquanto que os economistas do CEDES, da Cepal e do Cieplan incorporam progressivamente na sua análise as contribuições de estruturalistas, pós-keynesianos e evolucionistas, corroborando para a construção da visão da Coordenação latino-americana, os economistas da PUC-RJ tornam-se cada vez mais ortodoxos, convergindo para a visão do CW. No entanto, os economistas da PUC-RJ são examinados neste Capítulo com os demais neo-estruturalistas porque partilham do mesmo instrumento de análise macroeconômica: os modelos de hiatos. É interessante verificar como um mesmo instrumento pode resultar em análises muito diversas segundo a visão subjacente.

Evidencia-se que a contribuição dos neo-estrutralistas do CEDES parte da caracterização da restrição externa dominante na América Latina como o resultado de um desequilíbrio estoque-fluxos, especificamente, entre o estoque de dívida externa e a renda corrente ou entre o serviço da dívida externa e as exportações. Os grandes superávits nas balanças comerciais gerados pelos processos de ajustamento nessa década não refletem um problema temporário de liquidez, mas de solvência: o resultado é o crescimento econômico lento ou mesmo negativo no longo prazo, caracterizando o problema como estrutural e não apenas de curto prazo.

Os neo-estrutralistas do CEDES enfatizam que os problemas gerados pela restrição externa vão muito além do estrangulamento externo e constituem um grave obstáculo à retomada do crescimento: as tentativas de ajustamento externo geram (des)incentivos microeconômicos ou desequilíbrios macroeconômicos que o tornam inviável. Por isso, uma estabilização sustentável requer necessariamente o alívio dos termos contratuais do endividamento externo. Surge até um paradoxo: quanto maior o sucesso e a rapidez no ajustamento externo, maiores as pressões fiscais representadas pelo problema da transferência interna, que se refere à compra pelo setor público das divisas necessárias para o serviço da dívida externa, geradas pelo setor privado por meio do superávit comercial. Se o superávit primário do setor público, em moeda nacional, é inferior ao serviço da dívida externa, o financiamento da transferência interna exige a emissão de moeda ou de títulos da dívida pública para comprar as divisas. O déficit fiscal, julgado uma variável ativa na análise convencional, torna-se uma variável passiva (depende da dinâmica do endividamento público), ao passo que a dinâmica de curto prazo passa a ser comandada pela inflação, uma variável derivada na análise convencional.

---

[22] Há uma extensa literatura sobre a inflação inercial. Para um texto sintético, situando-a no debate heterodoxia *versus* ortodoxia no Brasil na década de 80, ver Paulani (1997).

Uma das conseqüências da permanência da restrição externa nos grandes países da região é a grande volatilidade nas expectativas dos principais agentes econômicos sobre as cotações futuras da taxa de câmbio, induzindo a decisões defensivas na alocação de seus recursos, reais e financeiros, e limitando o desenho e a implementação das políticas de estabilização na década de 80. Além disso, esses países não alcançam um equilíbrio durável das contas públicas na década de 80, originando uma crescente falta de credibilidade do ajuste fiscal na formação das expectativas do setor privado. Como essas expectativas são muito influenciadas pelo pensamento ortodoxo, que enfatiza o ajuste fiscal como condição necessária *a priori* da estabilização, acabam se tornando fortemente pessimistas.

Entre as conseqüências macroeconômicas da falta de credibilidade destacam-se, pelos seu efeitos de retroalimentação sobre a instabilidade macroeconômica, a paralisação dos investimentos produtivos, a desmonetização da economia, o encurtamento dos prazos dos títulos da dívida mobiliária, a fuga de capitais e a "dolarização", reações defensivas do setor privado tanto à intensa volatilidade das principais variáveis macroeconômicas quanto ao crescente comportamento discricionário do Estado. Especialmente os mecanismos de retroalimentação sobre as variáveis que afetam as condições financeiras da economia, como a demanda e a oferta de moeda, as taxas de juros, as taxas de câmbio e a inflação, provocam impactos substanciais nas variáveis déficit público, dívida pública e inflação, apesar da intensidade inicial do ajuste das variáveis propriamente fiscais.

A mensagem básica é que nesses regimes de alta inflação, os efeitos inflacionários dos desequilíbrios básicos (externo e fiscal) são potencializados pelos mecanismos de propagação, acelerando-se a inflação no médio prazo, particularmente após o impacto de choques, externos ou internos. Em conseqüência, nesses regimes tornam-se imprevisíveis as modificações nas variáveis reais que sucedem as alterações nas variáveis nominais. Instala-se um círculo vicioso déficit fiscal-inflação-déficit fiscal que os neo-estrutralistas sugerem romper iniciando o ataque no elo inflação (o diagnóstico heterodoxo da inflação), em oposição à ortodoxia, que deseja concentrar o ataque inicial no próprio déficit fiscal (o diagnóstico monetário-fiscal da inflação).

Na ausência de apoio externo, um segundo mecanismo de transmissão dos desequilíbrios básicos manifesta-se no setor financeiro nacional: a fragilidade financeira, que dificulta ainda mais a solução do problema da transferência interna.

Segundo os neo-estrutralistas do CEDES, é justamente a magnitude limitada dos ajustes nos fluxos externos e fiscais que podem ser obtidos durante a fase de ajustamento que se encontra na raiz da instabilidade macroeconômica da América Latina na década de 80. Defendem que as restrições externa e fiscal devem ser resolvidas conjunta e gradualmente, logo após o anúncio de uma

reforma monetária (que institucionaliza o choque heterodoxo) e de um regime cambial estabilizador (supõe-se que seja possível obter apoio externo suficiente para implementá-lo), para evitar trajetórias instáveis para a economia, particularmente para evitar recair no círculo vicioso da estagflação. Na sua polêmica com os economistas do CW para preservar as perspectivas de crescimento durante o ajuste, os neo-estruturalistas destacam três reformas estruturais para aumentar a eficiência do sistema econômico: a do setor público, a do regime de comércio exterior e a do sistema financeiro. Apesar da coincidência parcial na pauta das reformas estruturais, o seu conteúdo é bem diverso e a divergência mais notória é sobre o montante, a composição e as condicionalidades do financiamento externo que devem apoiá-las.

Defensores de reformas mais graduais e moderadas, os neo-estruturalistas argumentam que a experiência anterior da América Latina permite apontar diversos problemas com as dinâmicas dos processos de desregulação da economia e das liberalizações comercial e financeira, negligenciados pelos economistas do CW, e que podem elevar significativamente os custos dos fracassos das reformas. Criticam também os conteúdos sugeridos para essas reformas, especialmente a drástica redução do papel do Estado, a abertura dos regimes de comércio exterior e da conta capital, e a liberalização do sistema financeiro nacional. Por fim, discordam da "economia política" das reformas sugerida pelo CW.

Contestam a expectativa dos economistas do CW de obter ganhos consideráveis de produtividade e elevar a participação nos mercados internacionais com a simples liberalização das importações, preferindo enfatizar o conceito de "eficiência produtiva" ao de "eficiência alocativa". A "eficiência produtiva" refere-se ao uso eficiente dos recursos dentro das firmas e das indústrias, ao passo que a "eficiência alocativa" denomina a otimização econômica dos insumos e do produto total da economia. O essencial na concorrência internacional é a "eficiência produtiva", que depende da história de cada país (sendo *path-dependent*), variando conforme a natureza da inserção internacional, as conexões geopolíticas, o tamanho do mercado interno, a relação indústria-finanças, a dotação de recursos, as estruturas de propriedade das empresas e dos mercado relevantes etc. O principal ponto da argumentação neo-estruturalista é que a "eficiência produtiva" depende em boa medida das políticas de intervenção do Estado, especialmente da qualidade da tecnoburocracia, incorporando a noção de "competitividade sistêmica".

Há uma grande preocupação em não permitir o surgimento, no processo de estabilização, de novos desequilíbrios macroeconômicos intratáveis no médio prazo, em particular desequilíbrios na conta corrente. Resumindo as preocupações dos neo-estruturalistas críticos do CW, se o problema fundamental da política de substituição de importações é a falta de concorrência, de seletividade e de cobrança de metas de desempenho em exportações, investimentos e pesquisa e desenvolvimento (P&D), gerando uma dependência continuada de recursos fiscais para manter determinado

desempenho exportador, as liberalizações regionais parecem resultar na promoção de setores exportadores com vantagens comparativas estáticas, demanda internacional pouco dinâmica e não intensivos em P&D. Como resultado, vários dos países "reformistas" encontram-se num círculo vicioso de "estabilidade com estagnação" no final da década de 80.

Os economistas neo-estruturalistas da Cepal, em especial, destacam que o retorno dos fluxos de capitais privados para a América Latina na década de 90 remove a restrição externa dominante que deprime o investimento e o crescimento regionais. Esse retorno pode propiciar efeitos positivos sobre a acumulação de capital, mas também podem haver efeitos colaterais indesejados sobre as taxas de câmbio, as ofertas monetárias e os passivos externos, resultando, paradoxalmente, numa maior vulnerabilidade diante dos choques externos. O grande desafio é canalizar os recursos externos para investimentos produtivos, o que depende essencialmente da qualidade da interface do sistema financeiro nacional com o setor produtivo, evitando que o novo endividamento externo seja orientado para aplicações financeiras eminentemente especulativas, provocando flutuações excessivas nos mercados de valores e de câmbio.

Os neo-estruturalistas da PUC-RJ distinguem-se dos seus homólogos latino-americanos por não partilharem da visão da Coordenação, mas da visão do Mercado. No final da década de 80, uma descrição breve do seu pensamento econômico em matéria de estabilização e reformas estruturais é que uma vez eliminado o componente inercial da inflação (por meio da desindexação generalizada e da coordenação das decisões de preços na fase imediata à da estabilização), perde-se qualquer especificidade ou dinâmica própria na problemática econômica brasileira. Os dois elementos que restam a enfrentar, o conflito distributivo e o controle da expansão monetária (pela eliminação do déficit fiscal) são comuns a todas as economias capitalistas. Abraçado o diagnóstico monetário-fiscal da estabilização, suas divergências com as alas mais ortodoxas do *mainstream* resumem-se naquelas encontradas entre novos keynesianos e novos clássicos, especialmente na questão da rigidez de curto prazo dos preços, que tem importância decisiva na escolha das âncoras nominais da economia.

Nos seus "exercícios" com o modelo de três hiatos, concluem que taxas mais elevadas de crescimento no Brasil exigem a redução das restrições fiscal e de poupança interna (a restrição externa não é mais considerada um obstáculo no final da década de 80). Há uma forte complementaridade na superação de ambas as restrições, exigindo um ajuste fiscal robusto. Uma estabilização bem-sucedida e uma reforma comercial são os principais instrumentos para elevar a eficiência da economia.

Conclui-se que uma reforma ampla do setor público, incluindo as privatizações, torna-se a resposta dos neo-estruturalistas da PUC-RJ à superação das restrições fiscal e de poupança interna, apontadas nos

"exercícios" descritos anteriormente. Adicionalmente, as privatizações podem dar uma contribuição significativa na elevação da eficiência e na modernização do setor público. Porém, mudar a responsabilidade pelo investimento em setores capital-intensivos do setor público para o setor privado esbarra na consistência macroeconômica, porque há uma restrição de poupança interna. Essa consistência pode ser alcançada com o recurso ao IDE nas privatizações (elevar a poupança externa), que pode também tornar a restrição externa menos atuante, e com a elevação da produtividade da economia graças à reforma do regime de comércio exterior.

Percebe-se que os neo-estrutralistas da PUC-RJ, ao contrário dos seus demais congêneres latino-americanos, não absorvem as críticas keynesianas na questão do financiamento do desenvolvimento econômico. As "falhas de mercado" enfatizadas pelos keynesianos são aquelas que envolvem poupança, investimento e financiamento, resultantes da formação de uma taxa de juros de longo prazo inadequada para o crescimento, decorrente de problemas relacionados à especulação e à incerteza, bem como à intermediação financeira. Nos seus modelos de três hiatos estes temas estão notoriamente ausentes. Ao desconsiderar o padrão de financiamento da economia brasileira e tendo uma idéia singela da influência do ambiente macroeconômico nas decisões de investimento, a visão que predomina entre os economistas da PUC-RJ é, na prática, essencialmente pré-keynesiana: a elevação prévia da poupança é um requisito necessário para maiores investimento e crescimento. Daí, a ênfase no *trade-off* entre consumo (público e privado) e poupança presente nos seus "exercícios", como se a economia brasileira, em meio à estagnação, estivesse numa trajetória de pleno emprego.

O próprio *mainstream* latino-americano revisa criticamente essas idéias pouco tempo depois (Gavin, Hausmann e Talvi, 1997). Afastada a restrição externa dominante, a política econômica deve se concentrar em consolidar os ganhos da estabilização (a baixa inflação cria *per se* um ambiente macroeconômico mais favorável a maiores crescimento e investimento privados) e em garantir uma taxa razoável de crescimento sustentado, ao mesmo tempo que afasta as outras restrições ao crescimento que se encontram, por exemplo, no sistema financeiro doméstico e nos procedimentos orçamentários do setor público. Só um período mais longo de crescimento sustentado permite uma elevação expressiva da poupança interna. Na transição, que pode perdurar alguns anos, uma excessiva concentração na consolidação fiscal para gerar "poupança" para os investimentos privados costuma ser infrutífera (a poupança privada cai expressivamente nos experimentos regionais na década de 90), apenas acarretando cortes excessivos nos gastos públicos essenciais. Sem o afrouxamento substancial da restrição externa, esta estratégia é claramente recessiva e ineficaz. A concentração das preocupações dos *policy makers* deve ser em reduzir a vulnerabilidade da economia nacional aos choques externos - diante da inevitável maior dependência, na transição, dos capitais financeiros externos-, controlando estritamente o processo de endividamento externo de curto prazo dos agentes nacionais e aumentando a eficiência do investimento.

A convergência entre as teses dos neo-estruturalistas da PUC-RJ e o CW também se expressa na sua defesa de perseguir o *catching up* por meio de uma estratégia de desenvolvimento industrial intensiva em IDE, que se desdobra, em seguida, no favorecimento de amplas aberturas comerciais e financeiras. Afirmam que há evidências suficientes de que a importância dos fatores "exógenos" nos padrões de comércio exterior, vale dizer, das decisões de localização e exportação geradas no processo de globalização produtiva liderado pelas TNCs, pode ser maior do que os fatores "endógenos" no que diz respeito aos novos setores, mais intensivos em tecnologia, que se dirigem aos países em desenvolvimento.[23] Propõem desmantelar a herança anterior das políticas comerciais e industriais, promovendo uma ampla desregulação e a busca de maior competitividade, principalmente pela liberalização comercial. Reconhecido o papel central das *transnational corporations* (TNCs) na determinação do padrão de comércio internacional, deve-se evitar inconsistências nas políticas públicas: na globalização, há uma crescente interdependência das políticas comercial, industrial e tecnológica, o que requer uma maior centralização das decisões e a desativação dos órgãos setoriais. Por sua vez, a promoção do IDE demanda a mudança das regulações que abrangem a remessa de lucros, os contratos de transferência de tecnologia e a propriedade estrangeira em serviços. Todas essas restrições desestimulam a internalização das redes das TNCs no Brasil, notadamente nos setores intensivos em serviços e P&D.

As bases empíricas e teóricas dessas recomendações revelam-se pouco sólidas. Não se pode deixar de constatar que o "consenso" abraçado pelos neo-estrutralistas da PUC-RJ distingue-se, não pela sua eficácia em eventualmente aumentar a poupança nacional e o crescimento econômico, mas sim pelo conveniente biombo ideológico que oferece aos interesses conservadores para promover a liberalização financeira, a manutenção de altas taxas de juros reais, a privatização dos melhores ativos estatais e a austeridade nos gastos sociais.

No Capítulo 7, "A Contribuição dos Economistas Keynesianos da UNICAMP", aborda-se a contribuição diferenciada destes economistas à construção da visão da Coordenação no Brasil. De início, postulam que as empresas líderes tendem a subir preventivamente o *mark-up* desejado, e suas margens podem guardar alguma proporcionalidade com o nível da inflação. Com isto desafiam a hipótese dos inercialistas, a qual sustenta que após cada choque de oferta a formação "normal" dos preços volta a vigorar num regime de alta inflação.

Esse postulado inicial afasta o maniqueísmo que as análises inercialistas compartilham com o *mainstream*: assumindo que o *mark-up* é fixo, o repasse dos custos mais elevados nos mercados *spot* (como conseqüência de

[23] Os fatores "endógenos" são os favorecidos pela literatura evolucionista, relacionando tamanho, concentração e mesmo "reserva de mercado" à maior eficiência produtiva (notadamente por meio de economias de escala, aprendizado e maior P&D).

desvalorizações, por exemplo) requer sempre o arrocho salarial para evitar a mudança definitiva do patamar inflacionário, seja qual for o estado do mercado de trabalho. Isto é, na formulação inercialista, a luta distributiva dos sindicatos para manter os salários reais impede a reabsorção dos choques sem elevar a inflação na economia. Os keynesianos da UNICAMP enfatizam outra causalidade na aceleração da inflação em resposta aos choques, externos e internos, num ambiente econômico com restrição externa dominante: as expectativas altistas refletem basicamente a escassez de divisas e empurram os *mark-ups* desejados para cima, tarefa facilitada pela menor concorrência resultante da contenção das importações, que é parte do ajustamento externo e impede que se discipline a formação de preços dos setores oligopólicos internos mediante maior concorrência internacional. Neste ambiente protegido, a formação de expectativas adversas, resultante da escassez de divisas, pode conduzir a uma aceleração da inflação até mesmo na ausência de choques reais ou nominais efetivos.

Os economistas da UNICAMP caracterizam a inflação brasileira como resultado de uma crise monetária. As crises monetárias podem ser interpretadas como crises motivadas pela ruptura da avaliação privada da riqueza sob um determinado padrão monetário. Alternativamente, podem ser vistas como resultado da incapacidade do Estado para impor limites à acumulação monetária privada e regular os critérios privados de avaliação da riqueza. Nas crises monetárias, rompe-se a trindade das funções da moeda: meio de circulação, padrão de preços e reserva de valor. A característica marcante dos regimes de alta inflação é que a função meio de circulação separa-se das demais e outro ativo (o dólar, por exemplo) passa a servir de padrão de preços e reserva de valor. A desmonetização da economia nacional, característica dos regimes de alta inflação, é a conseqüência da fuga da moeda motivada pela ausência dessas duas funções.

Nesses regimes, a restrição externa dominante coloca limites estreitos às políticas de estabilização por meio de dois mecanismos: o racionamento dos créditos externos, que rouba eficácia da política monetária para atrair capitais externos de curto prazo, e a necessidade de gerar megasuperávits comerciais para o serviço da dívida externa, que tanto impede a utilização da taxa de câmbio como âncora nominal dos preços internos, quanto exige a manutenção de uma baixa taxa de crescimento da demanda interna. Os dois mecanismos encontram-se na origem das crises cambiais que derrotaram precocemente programas de estabilização ambiciosos e radicais, como os Planos Cruzado e Collor.

Na ausência de soluções definitivas para as crises fiscal e externa, cabe à política monetária tentar evitar a explicitação da crise monetária numa hiperinflação aberta. Os custos fiscais dessa repressão são elevados, aumentando o endividamento público, agravando a crise fiscal e tornando ainda mais instáveis as expectativas privadas. A soberania da moeda nacional

vê-se ameaçada pelas fugas de capitais e pelo incipiente processo de "dolarização".

Os keynesianos da UNICAMP enxergam a raiz da crise fiscal na crescente ineficácia das autoridades públicas na gestão monetária (a senhoriagem torna-se decrescente) e na regulação das taxas de juros (o estoque da dívida pública, sendo de curto prazo, é contaminado quase instantaneamente por esta regulação), um ponto de vista bem diverso do exibido pelos neo-estrutralistas da PUC-RJ. De qualquer maneira, a restrição fiscal torna-se uma restrição ao crescimento econômico. Por causa das fortes ligações entre as restrições fiscal e externa, ambas devem ser resolvidas simultaneamente, uma vez que o crescimento é visto como um ingrediente necessário para completar o ajuste fiscal. Vale dizer, o ajuste fiscal e patrimonial do Estado torna-se uma condição necessária para o sucesso de um programa de estabilização, mas não suficiente, já que não garante *per se* o equilíbrio externo a longo prazo, na ausência de financiamento externo durável.

Na nova conjuntura internacional 1992-93, que permite a entrada de capitais privados externos na América Latina e no Brasil, os economistas da UNICAMP propõem, no âmbito do *Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira (ECIB)*, uma ancoragem múltipla, uma solução integrada e simultânea para as principais variáveis sistêmicas (monetária, financeira, fiscal e cambial), que depende crucialmente da formação de um amplo consenso em torno de um projeto de estabilidade com crescimento, cujo passo inicial é um choque heterodoxo para eliminar a inércia inflacionária, seguido pela manutenção de uma âncora cambial nominal por um prazo não muito longo. A aposta fundamental é que os agentes privados se disporão, num contexto de estabilização com crescimento, a alongar progressiva e voluntariamente o perfil dos seus ativos financeiros e a ancorar a riqueza financeira, estocada sob a forma de quase-moeda, nos investimentos produtivos. Esta solução integrada e simultânea das variáveis fiscal, monetária, financeira e cambial deve tratar de assegurar a formação de expectativas privadas favoráveis à estabilização e à retomada do crescimento.

Essa proposta, nunca implementada, é discutida em detalhes neste Capítulo, em que se apresentam as sugestões do programa de reformas do *ECIB*, comparando-as com as do CW, para ilustrar as principais convergências e divergências entre as duas visões rivais - a visão do Mercado e a visão da Coordenação - sobre as reformas estruturais necessárias para superar a instabilidade macroeconômica e a estagnação da economia brasileira.

As duas propostas são intensivas em reformas estruturais. A concentração dessas reformas num espaço temporal reduzido costuma ter efeitos dinâmicos inesperados que podem prejudicar a própria consecução dos objetivos de curto prazo. Esta crítica também é válida para as reformas não neoliberais. Uma estabilização intensiva em reformas é sempre de alto risco. Por sua vez, a seqüência das reformas não tem nenhuma "teoria" que possa justificá-la *a*

priori, dependendo essencialmente das instituições anteriores e das necessidades e possibilidades da trajetória de estabilização. Como afirmam vários economistas com experiência pública, uma estabilização com sucesso, em condições conjunturais complexas, está mais para a arte do que para a ciência.

Argumenta-se que, na conjuntura de 1992-94 (até as eleições presidenciais), a excessiva ênfase nas "sinergias" das reformas estruturais impede um maior reconhecimento das potencialidades da estabilização possível sobre as expectativas e os comportamentos empresariais e, em especial, sobre a opinião pública em geral. A superação da restrição externa dominante, pela entrada de novos capitais voluntários de curto prazo, inesperada para a maioria dos economistas de todas as tendências, não desbloqueia automaticamente a resolução conjunta do problema da estabilização e da retomada do crescimento sustentado, mas permite uma maior folga cambial, reduzindo o poder de veto dos exportadores à qualquer redução do saldo comercial, imprescindível para viabilizar uma estratégia de estabilização sem a ameaça de recessão e crise cambial no médio prazo. Os graus de liberdade na formulação da política econômica podem ainda ser ampliados pela procura de um acordo de longo prazo relativamente inovador, ainda que limitado nos seus ganhos, sobre a dívida externa, elevando a confiança privada na sustentabilidade das posições externas no médio prazo.

Retrospectivamente, parece apropriado afirmar que, na nova conjuntura financeira internacional de 1992-93, as conjecturas da visão da Coordenação na UNICAMP, expressas no *ECIB* e em diversas outras contribuições, não exploram adequadamente as potencialidades de um choque estabilizador heterodoxo no Brasil. Em especial, a criação, durante a fase de estabilização, de um novo ambiente macroeconômico que assegure condições de crescimento sustentado sem distorcer fundamentalmente a estrutura dos preços relativos e dos incentivos microeconômicos no médio prazo, em prejuízo da elevação da competitividade de longo prazo da economia brasileira. As reformas estruturais podem ser implementadas gradualmente, reforçando a confiança no programa de estabilização e reduzindo-se a probabilidade de criar focos de instabilidade adicionais.

Na questão da restrição externa, o diagnóstico da competitividade sistêmica da indústria, realizado pelo *ECIB*, sugere a oportunidade da introdução do conceito de "fragilidade externa" da economia brasileira, como o companheiro obrigatório dos conceitos de "fragilidade financeira" e "fragilidade tecnológica" nas estratégias de desenvolvimento da visão da Coordenação.

"Fragilidade externa", em primeiro lugar, deve refletir os determinantes financeiros da restrição externa. Num mundo mais interdependente, mas fortemente hierarquizado, como o que caracteriza a recente globalização, países que dependem de créditos internacionais, especialmente créditos de curto prazo, estão sujeitos a perdas inesperadas do grau de autonomia em suas políticas em casos de mudança na conjuntura financeira internacional. O

ajustamento desses países (*habitats* não-preferenciais dos investidores internacionais) às mudanças nas condições de liquidez internacional costuma se efetuar por intermédio do brusco racionamento de seus créditos nos mercados financeiros internacionais, como a crise do endividamento prova à exaustão. Em segundo lugar, deve refletir as condições nos lados da oferta e da demanda das exportações e das importações. Pode-se chamar de "competitividade estrutural" o padrão nacional de especialização produtiva e tecnológica, que tem efeitos retroalimentadores que determinam o dinamismo de longo prazo da economia brasileira. Em terceiro lugar, deve refletir as questões de "poder estrutural" na atual (des)ordem internacional, vale dizer, a débil posição negociadora do país na geoeconomia global. Notadamente, deve refletir o impacto da globalização nas preferências internas por certos regimes de comércio exterior e de IDE e nos resultados das negociações internacionais ("as regras do jogo") multilaterais no âmbito da OMC, das regionais com o Mercosul e das bilaterais. Essas preferências e negociações têm enorme importância na criação de um entorno mais ou menos favorável à geração de saldos comerciais e devem estar presentes numa avaliação qualitativa da "fragilidade externa".

A "fragilidade externa" da economia brasileira justifica os controles aos movimentos de capitais, inclusive aos fluxos de IDE, um constante monitoramento e grande pragmatismo na condução do comércio exterior, políticas específicas de promoção das exportações e cautela na gestão das políticas de estabilização, em particular a política cambial, para evitar o retorno a uma restrição externa dominante. Principalmente, demanda políticas estratégicas destinadas a criar vantagens comparativas dinâmicas, no âmbito de um projeto nacional de desenvolvimento, que permitam a redução dessa "fragilidade externa" no médio e longo prazos.

Na Parte IV, "A Adesão ao Consenso de Washington no Brasil", constituída pelo Capítulo 8, "Políticas Macroeconômicas, Restrição Externa e Reformas Estruturais no Brasil na Década de 90: As Origens do Plano Real", mostra-se com maiores detalhes a reviravolta estratégica no Brasil que se inicia com o Plano Collor . A hipótese básica que governa o debate macroeconômico no Brasil, no final da década de 80, é que não se pode esperar, provavelmente por muitos anos, uma contribuição expressiva da poupança externa ao processo de desenvolvimento econômico. Nestas condições externas restritivas, discute-se como estabilizar e voltar a crescer numa economia que se encontra na fase avançada de um regime de alta inflação, adquirindo características próximas da hiperinflação e tornando-se, cada vez mais, resistente a terapias convencionais e propensa à aceleração diante de choques inflacionários, como o aquecimento da demanda interna ou eventuais choques externos. Neste último Capítulo, aprofunda-se a análise da crescente convergência no tocante ao diagnóstico e à terapia do ajustamento entre o *mainstream* internacional, representado pelo CW, o *mainstream* brasileiro e os neo-estruturalistas da PUC-RJ, particularmente os pioneiros da tese da inflação inercial.

A primeira novidade, denotando essa convergência, refere-se à questão da restrição externa: considera-se nem factível nem desejável o ajustamento com base na exclusiva redução da transferência líquida para o exterior. Na presença de uma restrição externa dominante, que corresponde à situação do Brasil no final da década de 80, especialmente com o retorno da moratória e a necessidade de acumular atrasados comerciais em 1989, a receita de ajustamento dos neo-estruturalistas da PUC-RJ é praticamente tão recessiva quanto a ortodoxa, uma vez que os dois efeitos colaterais dos elementos ortodoxos da estabilização predominam sobre as perspectivas de crescimento: o tamanho do superajuste fiscal desejado (em torno de seis pontos percentuais do PIB) e a política monetária restritiva. Uma medida compensatória freqüentemente recomendada para elevar a demanda agregada - incentivar as exportações por meio de uma maxidesvalorização - entra em conflito com a memória inflacionária dos agentes, notadamente dos trabalhadores organizados. A "heterodoxia" comparece na forma de uma "âncora salarial" com forte inspiração no exemplo do México: uma política de rendas, a única capaz de superar o dilema entre estimular as exportações ou utilizar a taxa de câmbio como a principal âncora nominal para os preços internos.

A conversão dos neo-estrutralistas brasileiros às teses do CW comprova-se também na segunda novidade: a introdução do tema da "credibilidade" na sua agenda. Supõe-se que o superajuste fiscal, na fase inicial do programa, influencia positivamente as expectativas privadas, assegurando que a recessão subseqüente seja de curta duração e profundidade. Como um superajuste fiscal depende da reforma do Estado, as reformas estruturais tornam-se elementos necessários da estabilização e a "economia política das reformas" assume posição de proeminência nas suas análises. Nestas, passam a defender que apenas governos "reformistas" devem receber o indispensável apoio externo das instituições multilaterais.

No final do governo Sarney, encontra-se na ordem do dia a necessidade de realizar um decisivo ajustamento do setor público, que assegure seu financiamento por meios não inflacionários e permita o lançamento de um programa de estabilização com ênfase nos fundamentos fiscais e monetários. Como realizar esse ajustamento é uma questão polêmica: uma intervenção concentrada apenas nos fluxos ou uma intervenção mais drástica nos estoques acumulados de dívidas públicas? Os neo-estruturalistas mostram-se menos flexíveis do que alguns monetaristas: defendem unicamente as soluções de "mercado" para a dívida interna.

Com o fracasso dos Planos Collor, a posse de uma nova equipe econômica neoliberal em 1991 e, sobretudo, a formação de uma nova conjuntura financeira internacional para os países da América Latina, passa-se a discutir a adoção de uma "âncora cambial" no Brasil. Sugere-se importar uma versão adaptada da tese da "credibilidade" examinada na Parte I, afirmando que nos países em desenvolvimento em que uma nova equipe econômica reformista está decidida a introduzir regimes fiscal e monetário estabilizadores, mas não goza

de credibilidade pelos reiterados fracassos das tentativas anteriores, o compromisso com um regime de taxas de câmbio nominais fixas, depois de um acordo com o FMI, pode fornecer uma forte âncora nominal para a estabilidade dos preços, se os choques externos forem pouco prováveis. Os custos políticos e econômicos do abandono das metas cambiais nominais anunciadas são de tal ordem que obrigam as autoridades monetárias a empregar todos os meios para manter a necessária disciplina monetária-fiscal. O principal argumento em favor da "âncora cambial" pertence à "economia política" das reformas: exerce uma enorme pressão sobre o sistema politico, obrigando-o a aceitar uma maior disciplina fiscal.

A tradicional opção monetarista por uma âncora monetária encontra-se enfraquecida pelo fenômeno generalizado da substituição da moeda nacional (a "dolarização") nos regimes de alta inflação da América Latina. A opção estratégica por âncoras cambiais torna-se ainda mais atrativa, porque uma economia com um grau avançado de "dolarização" tende a ficar sem âncoras nominais num regime de taxas de câmbio flexíveis, uma vez que a oferta de moeda relevante (que inclui o estoque de moeda estrangeira em poder do público interno) é consistente com qualquer nível de preços, dependendo apenas da taxa de câmbio.

Há um claro predomínio da estabilização sobre a competitividade como o objetivo principal da política cambial, dentro do novo ambiente macroeconômico criado na América Latina pelos processos de liberalização comercial e financeira, renegociações das dívidas externas no contexto do Plano Brady e renovado acesso aos mercados financeiros internacionais. Vale dizer, as maiores entradas de fluxos de capital externo, embora sejam majoritariamente investimentos em carteiras de curto prazo, predominam como o principal fator causal na escolha dos novos regimes cambiais em diversos países da região. A manutenção de um regime cambial com taxas fixas ou praticamente fixas torna-se o passaporte para a entrada na globalização financeira para os países em desenvolvimento.

Last but not least, essas preferências dependem da dinâmica institucional e eleitoral para se transformar em políticas concretas. Entre os empresários da América Latina e do Brasil, a nova preferência por regimes cambiais mais fixos não pode ser dissociada da maior segurança e rentabilidade que proporciona aos ganhos de arbitragem e especulação dos maiores e mais internacionalizados. Note-se que as características do ciclo econômico associado à "âncora cambial" assumem particular importância na consolidação dessas preferências, pelas suas potenciais conseqüências benéficas, econômicas, políticas e eleitorais, no curto prazo.

A especificidade brasileira é a "dolarização" muito incipiente, comparada a seus vizinhos regionais. Não avança pela existência da moeda indexada e do elevado grau de proteção às atividades internas. Surge a proposta, por um dos mais destacados associados da PUC-RJ, de promover a "dolarização virtual" da

economia com a criação de um Conselho da Moeda. Esta proposta não obtém consenso entre o restrito grupo de economistas responsável, mais tarde, pelo Plano Real.

Passa a predominar neste grupo um enfoque em que o balanço de pagamentos é visto como um problema essencialmente fiscal. Nas experiências de estabilização com abertura financeira dos países em desenvolvimento, esse enfoque leva ao empobrecimento e ao rebaixamento da questão da restrição externa, ignorando até a própria contribuição de uma parte importante do *mainstream*, conforme se mostra na Parte I. Na verdade, reflete a adoção de um enfoque fundamentalista, em que a suposição crucial é que o anúncio de uma regra cambial, sinalizando um forte compromisso com regimes monetário e fiscal estabilizadores, torna-se suficiente para "disciplinar" os salários e os preços de forma compatível com uma meta de inflação baixa, por meio da influência sobre a formação das expectativas privadas da inflação futura. Com o fundamentalismo, defende-se que manter a inflação baixa, por si só, é a principal política macroeconômica para promover a eficiência e o crescimento da economia. A questão da competitividade internacional é substituída pela expectativa de "ganhos de produtividade", que devem ser obtidos com a elevação da concorrência no mercado interno, no âmbito de uma estratégia de desregulação, abertura da economia e atração do IDE. Neste ambiente de concorrência acirrada, as decisões estratégicas principais de localização industrial devem ser confiadas às TNCs.

Com o Plano Real, adota-se o fundamentalismo econômico como o substrato da política econômica oficial do Brasil, num momento em que as evidências contra a sua adoção, recolhidas pelo próprio *mainstream*, são muito fortes, conforme se atesta na Parte I. A evolução da taxa de câmbio real e da competitividade (expressa no resultado da conta corrente), desde seus primórdios, torna evidente que, cedo ou tarde, a nova característica estrutural do sistema financeiro internacional - a mobilidade do capital – reintroduzirá, no debate brasileiro, a questão essencial nas políticas macroeconômicas de economias abertas: como é regulada a liquidez sistêmica e quais são as modalidades de ajustamento dos diferentes países às restrições de liquidez internacional?

PARTE I. POLÍTICAS MACROECONÔMICAS E REGIMES CAMBIAIS

1. POLÍTICAS MACROECONÔMICAS E REGIMES CAMBIAIS: A CONTRIBUIÇÃO DO *MAINSTREAM*

Introdução

O comportamento das taxas de câmbio e a natureza do regime cambial são temas de vital importância para qualquer Estado nacional na economia internacional contemporânea, uma vez que governam as ligações entre a economia nacional e o resto do mundo, estabelecendo os preços relativos entre as produções doméstica e internacional, influenciando a designação interna dos recursos entre setores produtores de bens comerciáveis e não-comerciáveis, e determinando quanto da riqueza financeira global (isto é, do investimento externo direto e das aplicações das carteiras dos investidores nacionais e internacionais) é denominada na moeda nacional.

Refletindo essa importância, a escolha do regime cambial é uma das questões mais exaustivamente discutidas na literatura econômica do *mainstream*, sem se atingir um consenso sobre como o regime cambial afeta o desempenho de uma economia em matéria de crescimento, emprego e inflação, os principais objetivos de uma política de estabilização (Ghosh, Gulde, Ostry e Wolf, 1995).

A experiência com taxas de câmbio flutuantes, após o abandono definitivo das regras de Bretton Woods em 1973, traz uma rápida desilusão do *mainstream* com os resultados obtidos na adoção desse regime, apresentado pelos economistas monetaristas, nas décadas de 60 e 70, como um meio eficaz para resolver os problemas dos balanços de pagamentos, reduzir a especulação com as moedas, diminuir os custos das intervenções dos bancos centrais nos mercados de câmbio e insular as economias, dando autonomia à política monetária para perseguir as metas de estabilização interna.[24]

Na prática, o abandono do sistema de Bretton Woods está associado ao enorme volume de dólares movimentado nos mercados internacionais no início da década de 70, como resultado dos maiores déficits no balanço de pagamentos dos EUA, do rápido crescimento do euromercado e da perda da confiança na manutenção das paridades fixas.

Numa influente avaliação da experiência internacional com taxas de câmbio flutuantes no final da década de 70, Emminger (1979) destaca cinco características que levam a um crescente desencanto e descontentamento no *mainstream* com esse regime cambial: 1) os ajustamentos dos balanços de pagamento revelam-se particularmente difíceis de alcançar, especialmente a

[24] Vários autores afirmam que o regime de taxas de câmbio flutuantes multiplica por três a volatilidade das taxas de câmbio, nominais e reais, quando comparado ao de Bretton Woods.

resolução dos desequilíbrios comerciais; 2) não sendo resolvidos os problemas nos balanços de pagamentos, persistem as restrições externas sobre as políticas econômicas internas; 3) a flutuação divide as principais moedas em dois grupos: as "fortes", que estabelecem círculos virtuosos, nos quais a valorização fortalece a estabilidade interna e eleva a qualidade da inserção internacional, sustentando eventuais valorizações posteriores, e as "fracas", sujeitas a círculos viciosos, nos quais a desvalorização eleva a inflação e degrada a especialização internacional, repondo a necessidade de novas desvalorizações; 4) as flutuações das taxas de câmbio tornam-se, em várias ocasiões, abruptas e erráticas; 5) permanece e torna-se aguda a crise da moeda-chave do sistema internacional, o dólar.

No final da década de 80, Miller, Eichengreen e Portes (1989) resumem a experiência desapontadora com as taxas de câmbio flutuantes em três grandes blocos de problemas: 1) a forte instabilidade das paridades cambiais, representada pela volatilidade e variância das principais taxas de câmbio;[25] 2) os desequilíbrios crescentes nas contas externas;[26] e 3) o enfraquecimento da âncora monetária (o estabelecimento de metas intermediárias para os agregados monetários) pelos efeitos inesperados da desregulação e das inovações que acompanham a globalização financeira.

A discussão sobre a contribuição do *mainstream* é feita a seguir em sete itens: no primeiro, discute-se a determinação das taxas de câmbio; no segundo, introduz-se um dos novos temas da política cambial: a questão da credibilidade: no terceiro, são introduzidos dois outros novos temas: controles dos movimentos de capitais e a cooperação internacional; no quarto, discute-se a designação dos instrumentos de política econômica: no quinto, as lições do Sistema Monetário Europeu (SME): no sexto, a estratégia macroeconômica de desinflação competitiva; e, no sétimo, as novas faces da restrição externa.

1.1 A Determinação das Taxas de Câmbio

Um dos legados de um balanço crítico das políticas monetaristas implementadas na primeira metade da década de 80 é o fim da ilusão com a

[25] A instabilidade das taxas de câmbio é particularmente acentuada em períodos mais longos e pode ser ilustrada pelo pronunciado sobe-e-desce de uma das paridades centrais no sistema monetário internacional na década de 80, aquela entre o dólar e o marco alemão. Entre janeiro de 1979 e fevereiro de 1985, o dólar valoriza-se 78% contra o marco alemão; entre fevereiro de 1985 e julho de 1991, desvaloriza-se em 80%. Note-se que a instabilidade das taxas de câmbio é muito superior à das taxas de juros das principais moedas internacionais nos últimos 15 anos. O problema prático é evitar que a instabilidade do mercado cambial contamine os mercados monetários.

[26] Desequilíbrios associados, em vários casos, ao desalinhamento persistente das taxas de câmbios reais, cujo exemplo mais notório é a supervalorização do dólar e os crescentes déficits em conta corrente dos EUA na primeira metade da década de 80.

autonomia supostamente conferida às políticas econômicas internas pelo regime flutuante. Na virada da década de 70 para a de 80, com a posse de governos neoliberais liderados por Reagan nos EUA e Thatcher na Grã-Bretanha, a prioridade nas estratégias macroeconômicas passa a ser o combate frontal à inflação. A ênfase dessas estratégias é no controle monetário interno de médio prazo, sendo a taxa de câmbio determinada pelas forças de mercado. A valorização da moeda nacional, resultado das políticas monetárias altamente restritivas, é tolerada como um mecanismo de transmissão que potencializa o controle financeiro na luta contra a inflação.

Nesses dois países, a política monetária com metas quantitativas procura imitar a estratégia pioneira da Alemanha pós-1973, beneficiada por um dos círculos virtuosos.[27] No entanto, a forma específica da sua implementação nos EUA e as respostas defensivas no restante do G-7 resultam em excessiva volatilidade das taxas de câmbio e de juros, reais e nominais, e em crescentes desequilíbrios comerciais, especialmente no interior da Tríade, na primeira metade da década de 80.[28]

Esse comportamento das taxas de câmbio desafia os dois principais modelos do disponíveis para sua determinação em regimes flutuantes, a saber, o modelo Mundell-Fleming ampliado pela adição de expectativas[29] e o modelo de diversificação das carteiras de ativos. Ambos os modelos destacam a importância da arbitragem em mercados financeiros crescentemente integrados. Expectativas racionais voltadas para o futuro (*forward-looking*) são cruciais para alcançar o equilíbrio nos mercados de ativos e a taxa de câmbio nominal participa da formação dos preços relativos desses ativos no processo de diversificação das carteiras privadas entre ativos domésticos e estrangeiros. Nesse processo, mudanças esperadas na taxa de câmbio influenciam os rendimentos esperados dos ativos multimonetários.

Na sua resenha sobre regimes cambiais no final da década de 80, um dos pioneiros entre os teóricos das taxas de câmbio flutuantes admite que:

---

[27] Hoje, a avaliação da experiência alemã seria bem menos entusiástica: a menor inflação não se traduz em maior crescimento relativo nem no grupo reduzido de parceiros do G-7, no qual seu desempenho é somente superior ao da Grã-Bretanha entre 1970-89. O desemprego, mantido sob controle na década de 70 ao penalizar mais intensamente os trabalhadores estrangeiros, explode na década seguinte.

[28] A *Reaganomics* encontra-se discutida em Maccarini (1997).

[29] A renovação do modelo Mundell-Fleming pela introdução de velocidades diferenciadas de ajustamento dos preços nos mercados de bens e de ativos, bem como de expectativas racionais nos mercados de ativos, encontra-se no artigo clássico de Dornbusch (1976).

> O fato observado com maior regularidade sobre o comportamento das taxas de câmbio flutuantes é que as mudanças nas taxas de câmbio são em grande parte randômicas e imprevisíveis. Isto tem sido certamente verdadeiro, desde 1973, para as taxas de câmbio bilaterais diárias, semanais, mensais e trimestrais das outras principais moedas contra o dólar, e parece ser geralmente verdadeiro para outras experiências com taxas de câmbio flutuantes. Como regularidade empírica geral, o comportamento estocástico das taxas de câmbio nominais e reais no regime flutuante aproxima-se bastante ao de um passeio randômico (*random walk*).[30] (Mussa, 1990: 2)

A importância dessa conclusão é a admissão de uma importante lacuna teórica no *mainstream*: com o fracasso empírico dos modelos de determinação da taxa de câmbio, desaparecem as normas consensuais para encontrar uma taxa de câmbio de "equilíbrio" de longo prazo que possa orientar as decisões dos agentes que participam do mercado cambial. Em termos dos dois principais modelos do *mainstream*, no primeiro, o Mundell-Fleming ampliado, as amplas flutuações das taxas de câmbio não podem ser associadas aos fundamentos (*economic fundamentals*), sugerindo a presença de especulação no mercado de câmbio. No segundo, o de diversificação das carteiras de ativos, tais flutuações desmentem as hipóteses simplificadas de mercados de câmbio eficientes.[31] Examina-se brevemente, a seguir, as razões do fracasso da arbitragem nesses modelos de determinação da taxa de câmbio.

A hipótese central desses modelos incorpora a revolução dos novos clássicos: com perfeita mobilidade de capitais, os investidores internacionais (multimonetários) são racionais e neutros ao risco, investindo no instrumento financeiro que ofereça a maior rentabilidade, independente da moeda de denominação. Graças à arbitragem contínua de tais agentes, os mercados financeiros, inclusive o cambial, são eficientes. Num mercado especulativo eficiente os preços refletem plenamente toda a informação disponível aos investidores e não deve ser possível auferir individualmente lucros extraordinários (acima da média do mercado) com a especulação. Num mercado de câmbio eficiente, a diferença esperada entre as taxas de câmbio de duas diferentes moedas nacionais, num momento futuro no mercado à vista (*spot*), deve ser compensada pelo diferencial corrente das taxas de juros respectivas, condição denominada paridade descoberta das taxas de juros, a única capaz de evitar que os agentes posicionados na moeda "fraca" mudem para a moeda "forte" para realizar ganhos de capital:[32]

---

[30] Numa trajetória de *random walk* para a taxa de câmbio, a melhor predição para o valor futuro da taxa de câmbio é dada pela taxa de câmbio corrente.

[31] As principais hipóteses sobre o papel dos mercados de câmbio, os resultados teóricos esperados e os testes empíricos efetuados, a partir desses modelos, são discutidos numa vastíssima bibliografia pelo *mainstream*, na qual se destacam Dornbusch (1987); Dornbusch e Giovannini (1990) e Taylor (1995).

[32] A paridade é denominada descoberta porque permanece o risco cambial.

$$sE_{t+1} - s_t = i_t - i^*_t \qquad (1)$$

sendo s_t o logaritmo da taxa de câmbio da moeda "fraca" no mercado à vista no período t, sE_{t+1} o logaritmo da taxa de câmbio esperada dessa moeda no mercado à vista no período seguinte, i_t a taxa de juros nominal no mercado doméstico e i^*_t a taxa de juros nominal no mercado internacional. Esta condição é normalmente testada estimando uma equação de regressão da forma:

$$\Delta s = \alpha + \beta (f_t - s_t) + \eta_{t+1} \qquad (2)$$

sendo f_t o logaritmo da taxa de câmbio no mercado futuro (*forward*) e η_{t+1} um termo aleatório, cuja distribuição não deve ser correlacionada com as informações disponíveis no período t.

Essa condição não se cumpre nos testes empíricos, significando que os mercados são ineficientes, não incorporando informações relevantes na determinação das taxas de câmbio em razão da não verificação de uma ou ambas hipóteses de racionalidade e neutralidade diante do risco dos agentes. Além disso, a estimativa teoricamente esperada de β é +1, isto é, uma moeda com taxas de juros mais altas deve desvalorizar por um montante equivalente no futuro. No entanto, os testes indicam β mais próximo a −1, o que significa admitir que o prêmio de risco cambial embutido em f_t não consegue predizer a direção da mudança subsequente da taxa de câmbio no mercado à vista. Os testes empíricos não comprovam o suposto aprendizado dos agentes racionais (Taylor, 1995).

Se os mercados cambiais não são eficientes, ambas ou pelo menos uma das hipóteses sobre os agentes (racionalidade e neutralidade diante do risco) devem ser abandonadas. O abandono da segunda tem conseqüências muito menos dramáticas para o *mainstream*, apesar de implicar a aceitação de que há uma hierarquia entre as moedas do sistema monetário internacional (os investidores têm um "*habitat* preferencial") que confere graus de liberdade distintos à política econômica para cada uma delas. Particularmente, o dólar exerce um papel à parte pela liquidez, segurança, tamanho e diversidade dos mercados financeiros que lhe são associados. A nova hipótese testada é que a condição de paridade descoberta pode não se cumprir pela presença de um prêmio de risco demandado pelos investidores para permanecer na moeda "fraca":

$$sE_{t+1} - s_t = i_t - i^*_t - \rho_t \qquad (3)$$

sendo ρ_t o prêmio de risco.

Os testes empíricos de diversos modelos de prêmios de risco com expectativas racionais mostram modelos pouco robustos e limitados em seu poder explicativo a determinada moeda e período (Taylor, 1995).

Outra hipótese para explicar a não comprovação da paridade descoberta é que novas informações (*news*) sobre os fundamentos alteram imediatamente ou com algum retardo as taxas de câmbio nominais, conforme comprovam vários testes empíricos (Dornbusch, 1987 e Taylor, 1995). A hipótese que as mudanças aleatórias nas taxas de câmbio respondem a novas informações, que alteram as expectativas sobre os fundamentos, é atrativa teoricamente, mas logo o *mainstream* teve que admitir que não é a única e nem sequer a principal fonte dessas mudanças. Os mercados de câmbio, com o crescimento exponencial do volume de operações diárias e a excessiva volatilidade das cotações, tornam-se o *locus* de efeitos *bandwagon*, *cash-in*, bolhas especulativas e outras anomalias, que não podem ser atribuídas a avaliações racionais dos agentes acerca dos impactos das novas informações sobre os fundamentos, recebendo crescente atenção dos economistas do *mainstream*.[33] Além disso, os modelos de determinação da taxa de câmbio devem incorporar a hipótese de que nem todos os agentes têm acesso à mesma informação e nem utilizam necessariamente um mesmo modelo econômico para julgar se o valor da taxa de câmbio é apropriado (Mussa, 1990).

Taylor (1995) enfatiza que o exame da literatura empírica demonstra a freqüente existência de movimentos amplos e persistentes nas taxas de câmbio que não são explicados pelos fundamentos. Há um interesse crescente no comportamento dos agentes nos mercados de câmbio e na estrutura desses mercados para compreender os mecanismos que geram tais movimentos. Duas hipóteses passam a ser as mais estudadas, ambas pressupondo a heterogeneidade, ao invés da racionalidade das expectativas: 1) alguns agentes podem ter certas expectativas que dão origem aos desalinhamentos das principais taxas de câmbio, por exemplo, as que caracterizam o efeito *bandwagon*: esperam uma valorização contínua de determinada moeda após uma valorização inicial, adquirindo-a e ocasionando de fato a sua posterior valorização; 2) a grande influência nos mercados de câmbio de operadores que não baseiam suas expectativas na teoria econômica, mas na identificação de certos padrões julgados recorrentes no comportamento cotidiano desses mercados (por isso denominados *chartists*, em oposição aos *fundamentalists*, cujo comportamento é suposto ser plenamente racional).

---

[33] Todos os três efeitos caracterizam fases de valoração de um determinado ativo. O efeito *bandwagon* refere-se à atração exercida pela valorização inicial deste ativo sobre os demais investidores. O efeito *cash-in* à decisão de grandes investidores envolvidos no processo de valorização de realizarem lucros. Bolhas especulativas denominam as situações em que o preço do ativo se descola significativamente dos seus fundamentos econômicos de longo prazo.

Com a diferenciação dos agentes nos mercados cambiais, há uma interação concorrencial entre os dois tipos de agentes, que pode resultar na propagação dos comportamentos "irracionais" ao conjunto do mercado, uma vez que os *chartists* são majoritários. Surgem riscos novos e a possibilidade de "contágio" pela propagação desses comportamentos, que leva defensivamente ao encurtamento generalizado dos prazos das aplicações, elevando o risco de liquidez e a possibilidade de maior instabilidade nos mercados cambiais.

A arbitragem que se verifica nos mercados financeiros internacionais integrados, segundo os teste empíricos, é apenas a da paridade coberta das taxas de juros (coberta porque os investidores limitam-se a circular entre os mercados à vista e a termo de uma mesma moeda):

$$f_t - s_t = i_t - i^*_t \qquad (4)$$

O cumprimento dessa condição permite duas importantes conclusões:

- A globalização financeira praticamente eliminou as barreiras à arbitragem nos mercados financeiros entre eurodepósitos e depósitos nos mercados nacionais das principais moedas internacionais.

- A adoção dessa convenção pelo mercado interbancário estabelece a ligação entre mercados de câmbio e mercados de créditos de curto prazo, e entre taxas de câmbio e taxas de juros de curto prazo. Qualquer evento nos mercados de câmbio, muito mais nervosos, de maior risco e guiados por eventos de curto prazo, pode ser imediatamente transmitido para os mercados monetários.

Finalmente, na década de 80, a arbitragem internacional nos mercados de bens (a "lei do preço único"), suposta pela fórmula da paridade do poder de compra (PPC) também não é confirmada. Somando-se a uma outra constatação empírica desta década - a quebra da estabilidade da função demanda por moeda provocada pelas inovações financeiras - as evidências empíricas desfavoráveis acabam por desmoralizar o enfoque monetário do balanço de pagamentos (EMBP), o terceiro modelo de determinação da taxa de câmbio do *mainstream*.[34] Como é sabido, o EMBP supõe que os preços relativos desempenham um papel secundário no ajuste do balanço de pagamentos, assumindo a hipótese de perfeita arbitragem internacional para os preços nos setores de bens comerciáveis. Esta hipótese utiliza a regra da PPC como um ingrediente essencial na determinação da taxa de câmbio: para manter a

[34] A "lei do preço único" supõe uma arbitragem internacional perfeita nos mercados de bens e serviços. Dornbusch (1987) considera que a inexistência empírica dessa "lei" é o mais impressionante resultado da experiência com taxas de câmbio flutuantes. Goodhart (1989) destaca os efeitos teóricos e práticos da quebra da estabilidade da função demanda por moeda, não enfatizados por Dornbusch.

competitividade externa constante, o diferencial entre a inflação doméstica e a internacional deve ser incorporado à taxa de câmbio nominal (regra conhecida como PPC relativa, para distingui-la da PPC absoluta, que supõe que a taxa de câmbio bilateral entre duas moedas é determinada pela relação direta entre dois índices de preços julgados adequados - o nacional e o estrangeiro):

$$\Delta E = \pi - \pi^* \qquad (5)$$

sendo ΔE a variação da taxa de câmbio nominal, π a variação dos preços domésticos e π^* a variação dos preços internacionais.

A pesquisa empírica para o período pós-1973 mostra que não há evidência de que a regra da PPC seja alcançada, mesmo no longo prazo, uma vez que não há co-integração entre taxas de câmbio nominais e reais (Begg, 1989 e Taylor, 1995). Credita-se este resultado às profundas mudanças recentes na economia real na fase da globalização, que acarretam uma enorme incerteza sobre os valores de longo prazo da taxa de câmbio de "equilíbrio".[35]

No regime de taxas de câmbio flutuantes, além da excessiva volatilidade das taxas de câmbio, os diversos episódios em que os mercados sancionam desalinhamentos visíveis entre as principais taxas de câmbio, por períodos relativamente prolongados, proporcionam evidência empírica adicional da permanente ameaça de instabilidade financeira, destacando-se a supervalorização do dólar entre 1980-85, pelos seus amplos efeitos sobre os processos de ajustamento na economia internacional neste período.

Nesses episódios de desalinhamentos prolongados, os mercados cambiais ignoram os fundamentos no médio prazo e retardam o necessário ajustamento externo. Na década de 80, os problemas tradicionais de excesso de demanda nos países desenvolvidos transformam-se em problemas de balanço de pagamentos. Vale dizer, em economias cada vez mais abertas, a ampliação dos déficits em conta corrente impede que o excesso de demanda se materialize numa aceleração inflacionária, ainda que os salários reais subam. Num ambiente internacional mais aberto e integrado, generaliza-se a estratégia de redução das pressões inflacionárias internas por meio do recurso à oferta externa, em comparação com as décadas anteriores. Os desequilíbrios externos dos países desenvolvidos, financiados voluntariamente pelos mercados financeiros internacionais, tornam-se muito maiores, ainda que países isolados possam encontrar mais cedo restrições ao financiamento externo, associadas

[35] Mussa (1990) é uma das vozes discordantes dessa avaliação. Afirma que as relações de muito longo prazos (seculares) entre as taxas de câmbio nominais e os movimentos na composição dos níveis de preços domésticos suportam empiricamente a PPC, que deve continuar sendo parte de uma teoria da determinação das taxas de câmbio nominais.

aos riscos de câmbio, causando reviravoltas nas suas políticas econômicas.[36] Naturalmente, os problemas de consistência macroeconômica dos países desenvolvidos podem reaparecer em nível internacional e exigir maior coordenação internacional para sua superação (Allsopp, Jenkinson e O'Shaughnessy, 1990).

Se nenhum dos modelos do *mainstream* explica adequadamente a taxa de câmbio de "equilíbrio" ou mesmo a sua dinâmica de curto prazo, os macroeconomistas não podem ignorar que, como conseqüência dos prolongados desalinhamentos das taxas de câmbio, se verificam os denominados "efeitos histerese" sobre a economia real, extensivamente documentados para a sobrevalorização do dólar.[37]

Na sua resenha sobre o estado da arte da literatura sobre regimes cambiais, Dornbusch (1987) mostra dois resultados obtidos com a aplicação de enfoques de organização industrial no estudo das conseqüências da supervalorização do dólar. O primeiro é uma alteração permanente nas decisões de localização industrial, com a intensa entrada e saída de empresas do mercado americano, uma vez que favorece tanto a penetração das importações no mercado interno quanto o investimento direto externo (IDE) das americanas, fenômeno que acelera a globalização produtiva. O segundo é que a supervalorização prolongada da taxa de câmbio costuma exigir uma forte desvalorização posterior, uma vez que os efeitos transitórios adversos na balança comercial podem se tornar permanentes, graças ao maior financiamento dos déficits em conta corrente nos mercados financeiros internacionais. Em conseqüência, eleva-se o estoque da dívida externa líquida e seu serviço no médio e longo prazos. O segundo efeito introduz uma importante repercussão dinâmica na determinação da taxa de câmbio: o resultado da balança comercial não somente deve reverter os déficits em conta corrente, mas gerar um superávit suficiente para pagar o serviço da maior dívida externa líquida, esforço que exige uma desvalorização mais agressiva, na ausência de choques de oferta favoráveis. O montante desse superávit e a magnitude da desvalorização real necessária dependem das taxas de juros internacionais e do risco-país que incidem sobre a dívida externa.

---

[36] A maior integração dos mercados financeiros também reduz a restrição orçamentária dos governos, permitindo a expansão dos déficits fiscais sem um impacto desmesurado sobre as taxas de juros domésticas.

[37] Histerese é o termo empregado em Física para descrever o fenômeno que ocorre quando a resposta de um sistema a uma solicitação externa se modifica conforme varie, crescente ou decrescentemente, esta solicitação. Mais precisamente, ocorre histerese quando uma variável sujeita a uma força externa não retorna ao seu valor original uma vez cessada a ação dessa força. Em Economia, o termo é empregado para descrever efeitos de longo prazo em certas variáveis devido ao processo de ajuste a um choque externo temporário, efeitos estes que afetam de forma duradoura seus valores de equilíbrio de longo prazo, mesmo tendo cessado o choque externo.

Justamente uma das características mais notáveis da década de 80 é a criação de um ambiente financeiro internacional com taxas de juros reais positivas e elevadas. Neste ambiente, a dinâmica do endividamento externo e sua sustentabilidade com determinadas taxas de câmbio e taxas de juros internacionais não podem ser ignoradas, tornando muito mais difícil o cálculo da trajetória desejável das taxas de câmbio reais de "equilíbrio" e, logo, das próprias taxas de câmbio nominais.

Uma safra de novos modelos para a determinação da taxa de câmbio admite a existência de concorrência imperfeita e de empresas com poder de fixar preços. Neste enfoque, os impactos da mudança da taxa de câmbio nos preços relativos de "equilíbrio" dependem de um número de fatores próprios da organização industrial (diferenciação dos produtos, número de firmas nacionais e estrangeiras no mesmo mercado etc.). Em resumo, os mercados de bens comerciáveis e não-comerciáveis podem ser afetados de forma diferenciada por uma mudança na taxa de câmbio nominal e os macroeconomistas não podem mais ignorar este resultado nos seus modelos teóricos.

Os dois resultados mais estudados dos novos modelos estão apresentados em Dornbusch (1987). O primeiro é que a valorização cambial pode levar a um declínio mais do que proporcional nos preços dos bens comerciáveis no mercado interno, uma vez que os produtores domésticos tentam preservar suas participações no mercado nacional em face de uma possível invasão do mercado por importados. O segundo é que, após uma desvalorização corretiva, as firmas exportadoras estrangeiras com canais locais de distribuição podem optar pela estratégia de manter a participação conquistada no mercado local, ao invés de simplesmente elevar seus preços ou se retirar do mercado.[38] Neste caso, uma desvalorização pode provocar ganhos em volume nos fluxos de comércio exterior aquém dos esperados ou levando um longo período para se materializar.

Hooper e Marquez (1995) confirmam e qualificam os efeitos dinâmicos de uma forte valorização da taxa de câmbio, tendo como referência o comportamento do dólar na década de 80. Num primeiro momento, as menores barreiras à entrada no mercado doméstico, facilitando a penetração das importações, baixam os custos e elevam a concorrência, reduzindo os preços e modificando a estrutura da oferta nos mercados domésticos. Num momento posterior, apesar da forte desvalorização, as firmas entrantes podem enfrentar custos de saída elevados, garantindo um menor repasse da perda de competitividade aos preços internos. A maior incerteza sobre os efeitos de uma mudança na taxa de câmbio nominal na competitividade internacional pode levar a um

[38] Atribui-se essa estratégia especialmente às firmas japonesas nos EUA entre 1985-87. A verificação empírica deste comportamento encontra-se em Marston (1989).

comportamento míope (*wait-and-see*) das empresas locais nas suas decisões de investimento em resposta às desvalorizações, especialmente retardando as decisões necessárias para modificar o padrão de comércio exterior para restabelecer o equilíbrio externo. Eis outro indicativo de que a maior instabilidade das taxas de câmbio no regime de taxas flutuantes pode afetar permanentemente a especialização internacional de um país, mais especificamente, seu padrão de vantagens competitivas dinâmicas.

A instabilidade das taxas de câmbio também pode afetar a acumulação de capital. Numa avaliação do desempenho do regime de taxas de câmbio flutuantes, Krugman (1989) destaca que a principal lição dos últimos anos é que os mercados de câmbio comportam-se muito mais como os mercados de ativos instáveis e irracionais descritos por Keynes do que como os mercados eficientes descritos pela teoria financeira do *mainstream*.[39] Os mercados cambiais apresentam comportamentos irracionais que provocam sua desconexão durável dos fundamentos e os operadores nestes mercados não utilizam toda a informação disponível, notadamente os efeitos de médio prazo das taxas de câmbio sobre as contas externas. A instabilidade cambial associada à especulação lança maior incerteza sobre a taxa de câmbio futura, que se traduz num comportamento defensivo e cauteloso das empresas nas suas decisões de investimento, reduzindo a flexibilidade das respostas do sistema produtivo às mudanças nos preços relativos em diferentes países.

Mussa (1990) afirma categoricamente ser o comportamento das taxas reais de câmbio influenciado, sistemática e substancialmente, pela natureza do regime nominal para as taxas de câmbio. Há forte evidência de que as diferenças nesse comportamento devem-se intrinsecamente ao ajuste relativamente mais lento do nível dos preços domésticos nos mercados de bens e serviços quando comparado ao dos preços nos mercados altamente organizados de ativos. Nos regimes com taxas de câmbio flutuantes, as taxas de câmbio nominais tipicamente ajustam-se mais rapidamente do que os preços domésticos, explicando as diferenças substanciais e sistemáticas no comportamento das taxas de câmbio reais em distintos regimes cambiais.

Essa afirmação significa que o *mainstream* reconhece haver uma maior volatilidade das taxas de câmbio reais nos regimes flutuantes do que nos regimes com taxas fixas. A sua explicação mais usual é que os preços são rígidos (*sticky prices*) no curto prazo nos mercados de bens, serviços e trabalho, ao passo que o ajuste é instantâneo nos mercados de ativos. Permanece a vantagem de um regime flutuante ou com alguma flexibilidade nas taxas de câmbio nominais para promover ajustamentos após choques externos

[39] As inúmeras referências a Keynes para entender os processos especulativos, no mainstream e fora dele, remetem ao capítulo 12 da Teoria Geral.

inesperados: os movimentos das taxas de câmbio nominais e reais são fortemente correlacionados no curto prazo e uma desvalorização nominal transforma-se de fato numa desvalorização real.

Se as taxas de câmbio reais influenciam as decisões de localização industrial e provocam respostas estratégicas das empresas globais e, ao mesmo tempo, perderam toda e qualquer "âncora" com a globalização financeira, não é de se estranhar a proliferação de propostas no *mainstream* sugerindo o retorno aos regimes cambiais com taxas de câmbio mais fixas ou administradas e até mesmo de propostas "heterodoxas", como metas para a conta corrente ou intervenções estratégicas nas políticas comerciais, na década de 80.[40]

As propostas "heterodoxas" costumam refletir as questões referentes à posição relativa de cada país na hierarquia internacional, vale dizer as questões de poder. Em meados da década de 80, essas questões referem-se à ascensão do Japão como o principal credor do sistema internacional e à emergência dos EUA como o principal devedor. O intenso sentimento protecionista que prospera no Congresso americano na época acelera o final da negligência benigna com as taxas de câmbio do governo Reagan. Os novos temas da política cambial, desenvolvidos a seguir, refletem a procura do *mainstream* por instrumentos compatíveis com uma ordem internacional liberal para atingir taxas de câmbio mais estáveis e menos desalinhadas.

1.2 Os Novos Temas da Política Cambial (I): Credibilidade

A desilusão com o regime de taxas cambiais flutuantes conduz o *mainstream* a um novo consenso no final da década de 80: é perigoso não ter uma política cambial com credibilidade, apesar das divergências sobre a forma específica dessa política e do reconhecimento de que a escolha do regime cambial não é independente das demais escolhas estratégicas de política macroeconômica (Allsopp e Chrystal, 1989).[41]

A procura de um regime cambial que goze de maior credibilidade deve-se fundamentalmente à rapidez da evolução da globalização financeira, que torna os valores dos ativos e passivos de importantes agentes nacionais diretamente

---

[40] Kenen (1991) destaca que uma das principais lições da década de 80, evidenciada numa conferência promovida pelo IEI sobre a experiência de ajustamento internacional entre 1985-90, é que nenhum dos participantes defende utilizar taxas de câmbio flutuantes para promover endogenamente as correções necessárias nas taxas de câmbio para restabelecer o equilíbrio externo. No entanto, como se mostra a seguir, Krugman (1991 e 1993) demonstra um entusiasmo bem maior com essa fórmula.

[41] No novo consenso, a inconsistência temporal é a maior ameaça enfrentada pelas políticas econômicas, uma vez que as autoridades econômicas sempre gozam de um déficit de credibilidade, em virtude do compromisso dos governos com suas ações futuras nunca ser absoluto. Além domais, governos podem ser substituídos e compromissos renegados.

determinados pelas variações das taxas de câmbio. Os eventos nos mercados de câmbio influenciam decisivamente os preços de vários ativos domésticos internacionalizados, particularmente dos títulos e das ações. As expectativas sobre as taxas de câmbio, associadas à credibilidade de que gozam as autoridades econômicas, podem induzir mudanças nos fluxos de capitais, que tanto afetam a oferta e demanda desses ativos domésticos internacionalizados quanto provocam mudanças no *mix* das políticas econômicas, especialmente nas taxas de juros. Essas reações interativas dos agentes privados e das autoridades monetárias acabam por determinar mudanças nos preços desses ativos, que confirmam ou não as expectativas iniciais dos mercados cambiais. No caso de confirmarem-se, a variação dos preços dos ativos domésticos internacionalizados e os movimentos de capitais associados a esta variação podem assumir uma grande dimensão, causando um *overshooting* da própria taxa cambial.

Com o reconhecimento do papel central das expectativas privadas e da credibilidade das autoridades econômicas na globalização financeira, o *mainstream* favorece um retorno a regimes cambiais com taxas de câmbio fixas ou administradas para evitar os desalinhamentos e a volatilidade das taxas de câmbio. A preocupação principal das autoridades econômicas na determinação das taxas de câmbio desloca-se da tarefa de restabelecer o equilíbrio externo para fornecer uma âncora nominal para as expectativas privadas, mudança que torna crucial a questão da credibilidade das taxas de referência.

Há diferentes interpretações sobre a credibilidade do regime cambial, importadas da discussão sobre a credibilidade da política monetária, tópico que reflete os impactos duradouros da revolução das expectativas racionais no *mainstream*. A mais difundida afirma que, ao tomar qualquer decisão de implementar novas medidas de política econômica, as autoridades responsáveis devem levar em conta o impacto do anúncio das medidas nas expectativas dos agentes privados sobre a evolução futura da economia e o grau de consistência dessas novas expectativas com os resultados esperados pelas autoridades (Blackburn e Christensen, 1989). Pela importância que o tema da credibilidade assume no *mainstream* e, por conseguinte, no debate sobre políticas de estabilização na América Latina, realiza-se a seguir uma brevíssima recapitulação da introdução desse tema na discussão sobre políticas monetárias.

O conceito de credibilidade é introduzido para responder uma questão premente para o *mainstream* no início da década de 80: como restabelecer o controle sobre a inflação (a desinflação) sem incorrer em custos excessivos, em termos de emprego e produção perdidos, durante o processo de ajustamento?

Os economistas novos clássicos provocam uma profunda mudança na percepção do *mainstream* sobre o problema inflacionário e propõem um novo

enfoque para a gestão das políticas monetária e fiscal, com base em hipóteses que supõem uma trajetória em permanente aceleração da inflação, a neutralidade da moeda e uma curva de Phillips vertical, as duas últimas no longo prazo.[42] Nesse novo enfoque, a estabilização é um jogo (abrindo-se um novo campo à aplicação extensiva da teoria dos jogos) entre o governo e os agentes privados, os quais têm expectativas e reagem às ações discricionárias do governo, recomendando-se a adoção de regras como forma de reduzir a inconsistência temporal de seus planos ótimos.

Os trabalhos seminais desse novo enfoque encontram-se em Kydland e Prescott (1977) e Barro e Gordon (1983a e 1983b). Neles, defende-se uma política monetária baseada no estabelecimento de regras e no compromisso das autoridades econômicas com estas regras, em vez de políticas discricionárias (anticíclicas). A maior desvantagem apontada das políticas discricionárias é provocar possíveis inconsistências temporais, associada à falta de compromisso dos governos com suas ações futuras.

Uma vasta literatura desenvolve-se logo a seguir, tentando modelar as condições nas quais os custos da desinflação são minimizados. A ênfase recai nas interações estratégicas entre agentes privados com expectativas racionais e as autoridades monetárias. Uma mensagem poderosa emerge desta literatura (Blackburn e Christensen, 1989 e Goodhart, 1994): o banco central pode alterar os valores das variáveis reais (emprego e produção) no curto prazo, mas somente ao preço de elevar a magnitude e a variância da inflação. Logo, a melhor política a ser seguida pelo banco central é perseguir uma inflação baixa e estável, sem ceder às tentações de efetuar ações anticíclicas. O único papel reservado para a política macroeconômica, nesse enfoque, é a criação e a manutenção de um ambiente monetário estável, sendo as políticas fiscal e cambial subordinadas mecanicamente à política monetária.

Para demonstrar como é construída essa mensagem, utiliza-se um modelo básico de duas relações, sendo a primeira uma função utilidade, descrevendo as preferências das autoridades monetárias, e a segunda uma função oferta agregada, representando a restrição imposta pela estrutura da economia (Blackburn e Christensen, 1989):

$$u_t = f(P_t - \pi) + g(Y_t - \hat{Y}) \quad (6)$$

$$Y_t = Y^N + a(P_t - PE_t) \quad (7)$$

[42] Para uma brevíssima descrição do impacto dessas idéias de um ponto de vista novo clássico, ver Eichembaun (1997).

em que P_t é a taxa corrente de inflação, PE_t a expectativa de inflação pelo setor privado, π a meta de inflação das autoridades monetárias, Y_t a produção corrente, Y^N a produção com a taxa natural de desemprego (fixada exogenamente), e $\hat{Y}$ a meta de produção das autoridades monetárias. Os termos f e g são funções com propriedades bem-definidas e o termo a é uma constante. O termo t representa o tempo, medido discretamente de 0 a T.

No modelo, os agentes privados negociam contratos nominais, mas não têm ilusão monetária, vale dizer, preocupam-se somente com os valores reais. As autoridades monetárias preferem estabelecer $\hat{Y}$ acima de Y^N ($\hat{Y} = kY^N$, em que $k > 1$) e procuram maximizar a sua função utilidade entre 0 e T, o período do exercício, segundo uma taxa de desconto.[43] O modelo assume adicionalmente todas as principais hipóteses dos novos clássicos: as expectativas dos agentes privados são racionais, a curva de Phillips é vertical no longo prazo, há equilíbrio instantâneo nos mercados de bens (apenas o mercado de trabalho pode estar desequilibrado pela inflexibilidade característica deste mercado), as autoridades monetárias determinam o nível de preços pelo controle da oferta monetária e os mecanismos de transmissão da política monetária são bem conhecidos.[44]

Com essas hipóteses, podemos substituir (7) em (6) e obter a seguinte expressão:

$$u_t = f(P_t - \pi) + g[a(P_t - PE_t) - z] \quad (8)$$

em que $z = (k - 1)Y^N$

Na seqüência intertemporal permitida pelo modelo, os jogos entre as decisões das autoridades monetárias e as expectativas dos agentes privados garantem que, em equilíbrio, as decisões das autoridades monetárias estão baseadas numa percepção correta de quais são as expectativas dos agentes privados e os agentes privados baseiam suas expectativas numa percepção correta dessas decisões. Caso contrário, uma das partes comporta-se de forma irracional ou inconsistente, já que uma proposição crucial dos novos clássicos estabelece que, em equilíbrio, $P_t = PE_t$, dadas as informações disponíveis para cada agente.

---

[43] A hipótese crucial que o banco central procura atingir uma taxa de desemprego abaixo da taxa natural por razões não especificadas, o que lhe incentiva a produzir "surpresas inflacionárias", é julgada pouco realista por Goodhart (1994).

[44] Em outras palavras, o modelo é altamente reducionista, isto é, determinado por seus componentes microeconômicos, conforme a crítica de Vercelli (1994). Blackburn e Christensen (1989) e Goodhart (1995) discutem a precariedade de várias das hipóteses formuladas.

Com informação perfeita, o modelo gera o primeiro resultado significativo: as autoridades monetárias não conseguem gerar uma produção superior a Y^N, mas provocam uma inflação superior à inicial. Com informação imperfeita (as autoridades monetárias têm informações superiores às do setor privado, mas não conseguem transmiti-las plenamente por intermédio de suas decisões sem "ruído") há um *trade-off*, que assegura o segundo resultado: as autoridades monetárias podem alterar os valores das variáveis reais (emprego e produção) no curto prazo, mas somente ao preço de elevar o valor e a variância da inflação. Conclui-se que o desemprego é um problema que só pode ser resolvido pelas políticas orientadas para a oferta (flexibilizar o mercado de trabalho é a recomendação hegemônica) e a maior inflação é um "erro" das autoridades monetárias que pode e deve ser evitado.

Para evitar esses "erros", recomenda-se dar plenos poderes às autoridades monetárias para manterem a inflação baixa e estável, limitando o escopo das políticas discricionárias e sinalizando claramente aos agentes privados suas intenções. As principais medidas sugeridas pela literatura para aumentar os poderes e o comprometimento das autoridades monetárias são: um compromisso externo (alguma forma de âncora cambial), legislação constitucional (por exemplo, as regras fiscais contidas no Tratado de Maastricht para a União Européia), a independência do banco central e uma equipe econômica coesa ideologicamente em torno de um programa de estabilização consistente. Quanto à sinalização aos agentes privados, esta é tanto mais eficiente quanto maior a reputação das autoridades monetárias no combate à inflação no passado recente, implicando que uma reputação perdida num passado mais distante pode ser readquirida com relativa facilidade.

A sugestão mais freqüente é estabelecer um banco central independente com o objetivo único de manter a inflação baixa. A hipótese, explícita ou implícita, é que banqueiros centrais conservadores, com sua aversão à inflação, representam melhor os interesses de longo prazo da sociedade do que os políticos eleitos.

Apesar de todo esforço empírico, Goodhart (1994) afirma que é frágil a evidência produzida em favor da hipótese que bancos centrais independentes têm um melhor desempenho em termos de inflação. Os quatro países com baixa inflação e bancos centrais mais independentes (Alemanha, EUA, Japão e Suíça) têm inúmeros outros atributos que podem explicar a inflação baixa (uma correlação não indica necessariamente causação). Além do mais, esses países têm taxas de câmbio flutuantes desde 1973. A interpretação mais adequada, como havia sugerido em Goodhart (1989), é que a combinação de um forte compromisso com regras para a política monetária, num regime de taxas de câmbio flutuantes, ocasione maior instabilidade e imprevisibilidade nas relações-chave entre moeda e rendas nominais, associadas a

desalinhamentos grosseiros da taxa de câmbio, justificando o abandono desses regimes em meados da década de 80.

A hipótese que a credibilidade reduz os custos da desinflação também não encontra apoio empírico na década de 80. Os governos ideologicamente contrários à inflação nos EUA e na Grã-Bretanha, que empregam regras na política monetária desde 1979, alcançam a desinflação em 1982-83, porém com custos substanciais em termos de emprego e produção perdidos. A Alemanha, paradigma da independência e da credibilidade de um banco central, registra taxas de desemprego crescentes nessa década.

Como assinala Kaldor (1986), a hipótese da credibilidade é uma cortina de fumaça para justificar políticas internas recessivas e ataques aos sindicatos pelos conservadores.[45] Essas idéias, na verdade, são adotadas como o credo dominante por economistas, operadores dos mercados e governos neoliberais no final dos nos 70, quando a inflação torna-se o inimigo principal dos mercados financeiros, justamente no momento em que adquirem poder para exigir seu cumprimento. Impõem rapidamente essa nova convenção dominante, na qual se exige a reputação da autoridades monetárias no controle da inflação, a credibilidade da política econômica, a independência e a autonomia do banco central, e uma regra para a política monetária (Bossone, 1996).

Essa tentativa conservadora, liderada teoricamente pelos novos clássicos, de reduzir o espaço das políticas macroeconômicas, desviando todos os instrumentos para a manutenção de uma inflação baixa e estável esbarra, na prática, em dois outros obstáculos: primeiro, as dificuldades políticas internas para manter a inação, tanto devido à divisão dos instrumentos de política econômica em compartimentos separados nas modernas democracias (notadamente, a política fiscal está sob maior influência dos parlamentares), quanto em face dos pobres resultados práticos de sua implementação; segundo, surgem problemas internacionais, associados à crescente integração dos mercados financeiros, colocando novos problemas à gestão monetária, seja qual for o grau de independência do banco central.

De fato, a discussão sobre a credibilidade da política cambial ganha importância com a constatação de que os movimentos de capitais ligados às transações internacionais com bens e serviços em conta corrente representam uma parte cada vez menor dos fluxos totais dos balanços de pagamentos. Os movimentos de capitais, principalmente os de curto prazo, autonomizam-se dos fluxos reais. *Ceteris paribus*, os investidores institucionais dão maior peso

[45] Basta lembrar que nos EUA, a taxa de desemprego em 1982 torna-se a mais elevada desde a Grande Depressão e o presidente Reagan enfrenta e derrota a greve dos controladores de tráfego aéreo.

nas suas carteiras aos ativos denominados em moedas com tendência à valorização e oferecendo taxas de juros altas, mas cadentes, para realizar tanto rendimentos maiores quanto principalmente ganhos de capital nos títulos de renda fixa, neste caso duplamente, graças às variações esperadas nas taxas de câmbio e de juros.

Num ambiente internacional caracterizado pela elevada mobilidade do capital, duas condições são necessárias para atingir uma maior credibilidade e uma menor volatilidade das taxas de câmbio (Begg, 1989): 1) convencer os mercados de que a política monetária renuncia às surpresas inflacionárias, permitindo aos agentes prever com maior certeza a trajetória de longo prazo da taxa de câmbio nominal, sendo a credibilidade das autoridades monetárias resultado da qualidade dos fundamentos, dos acordos internacionais e da sua reputação, adquirida no longo prazo pelo cumprimento das suas próprias regras e metas; 2) uma maior coordenação entre os movimentos das principais taxas de juros internacionais de curto prazo, para eliminar as pressões especulativas, uma vez que os agentes reagem aos diferenciais de juros.

São justamente as dificuldades de tornar compatíveis as duas tarefas num ambiente de globalização financeira que trazem à discussão do regime cambial dois novos temas na segunda metade da década de 80: os controles dos movimentos de capitais e a cooperação internacional. Estes temas, examinados a seguir, sugerem, opondo-se ao enfoque da credibilidade, a necessidade de um maior ativismo macroeconômico dos Estados nacionais.

1.3 Novos Temas da Política Cambial (II): Controles dos Movimentos de Capitais e Cooperação Internacional

Controlar os fluxos de capitais para aumentar a independência da política macroeconômica é um enfoque francamente minoritário entre os economistas do *mainstream* favoráveis ao retorno de regimes cambiais com taxas de câmbio fixas ou administradas. Numa proposta particularmente polêmica, Tobin (1982) propõe um imposto uniforme, em todos os países, sobre as transações externas envolvendo operações cambiais para reduzir os incentivos aos fluxos financeiros e evitar os movimentos especulativos de curto prazo. O problema maior com essa proposta de controles é sua confrontação com o sentido geral das políticas de desregulação e liberalização da globalização financeira, pelo qual são os mercados que devem julgar a qualidade e disciplinar as políticas econômicas nacionais. Tecnicamente, os argumentos contrários destacam sua baixa eficácia para desestimular a especulação e que os controles aumentam a ineficiência na alocação internacional dos recursos.

Um dos eventos que influencia decisivamente o *mainstream* a defender regimes cambiais com taxas de câmbio administradas é o grande e inesperado sucesso

da coordenação internacional no interior do G-7, entre 1985-87, para evitar um hard landing do dólar.[46]

Em 1985, o segundo governo Reagan abandona sua oposição à cooperação internacional, expressa na estratégia unilateral do dólar forte desde 1981. Aumenta o receio do governo americano com as conseqüências imprevisíveis de um maior protecionismo do Congresso e de uma queda descontrolada do dólar nos mercados cambiais, solicitando a cooperação de seus pares no G-7. Com o Acordo do Plaza, em setembro de 1985, obtém-se uma substancial desvalorização do dólar pela gestão compartilhada das taxas de câmbio no G-7, sinalizando para os mercados o fim do período de negligência benigna com os desalinhamentos cambiais e os crescentes desequilíbrios comerciais na Tríade.

No Acordo do Louvre, em fevereiro de 1987, o G-7 declara-se satisfeito com a desvalorização alcançada pelo dólar entre 1985-87 e propõe manter as principais moedas internacionais dentro de bandas estreitas de flutuação, cujas cotações centrais são objeto de negociação "secreta" neste Acordo (as cotações centrais e suas bandas não são anunciadas oficialmente). Os dois Acordos representam uma profunda reavaliação, no interior do G-7, do papel dos mercados *vis-à-vis* o papel das políticas públicas na determinação das taxas de câmbio. Abandona-se a tese, antes predominante, que mercados livres determinam taxas de câmbio de "equilíbrio", reconhecendo-se que os governos devem ter algum papel na sua determinação.

Com os dois Acordos, reabilita-se a crença na eficiência de intervenções coordenadas nos mercados cambiais, desacreditada nos meios acadêmicos e oficiais (Lamfalussy, 1987). Desde então, as intervenções nos mercados cambiais das principais moedas internacionais tem sido regulares e, em determinadas ocasiões, intensas. Predominam as intervenções esterilizadas nos mercados de câmbio, isto é, aquelas em que as autoridades monetárias, simultaneamente ou em curto espaço de tempo, compensam os efeitos automáticos das mudanças nas reservas internacionais sobre a base monetária doméstica. Nestes casos, as intervenções afetam a taxa de câmbio mediante dois canais de transmissão (Taylor, 1995): mudando a oferta relativa de ativos nos mercados e sinalizando as intenções das autoridades. Ao alterar a oferta relativa de ativos, as autoridades procuram mudar a composição das carteiras privadas (por meio da compra e venda de títulos e moedas), desencadeando um ajustamento indireto da taxa de câmbio no sentido desejado. Este ajustamento é mais fácil de ser alcançado na medida em que os ativos domésticos e estrangeiros sejam substitutos relativamente perfeitos entre si. O outro canal procura dar informações claras aos participantes dos mercados sobre as

[46] A referência obrigatória aos riscos do *hard landing* do dólar é Marris (1987).

intenções das autoridades monetárias e influenciar a formação das expectativas privadas sobre a taxa de câmbio.

A evidência empírica sobre a eficácia das intervenções oficiais nos mercados de câmbio não é conclusiva e a importância relativa de cada canal de transmissão é sujeita a controvérsias. Goodhart (1995) destaca que a relação entre o tamanho das reservas disponíveis para as intervenções oficiais e o tamanho dos mercados cambiais tem evoluido em detrimento dos bancos centrais. A capacidade atual dos bancos centrais para influenciar a composição dos títulos nas carteiras privadas é reconhecidamente limitada e as intervenções sinalizadoras das suas intenções são ambíguas, podendo ser interpretadas pelos mercados como sinal de fraqueza ou fortaleza. Conclui que as intervenções no mercado cambial fornecem aos bancos centrais um controle muito restrito sobre a evolução das taxas de câmbio flutuantes.

A cooperação internacional depois do Plaza gera duas linhas de propostas no *mainstream* para o reordenação do sistema monetário internacional, permitindo aos bancos centrais defender as paridades cambiais: a criação de uma união monetária internacional por McKinnon (1988) e Cooper (1987 e 1990), e o estabelecimento de metas dentro de bandas para as taxas de câmbio por Williamson (1987).[47]

Segundo Eichengreen (1995), a evidência histórica sobre o sistema monetário internacional não oferece uma receita simples de reforma. Nos arranjos internacionais bem-sucedidos, há três atributos comuns que combinam as vantagens de ambos os regimes cambiais (taxas de câmbio fixas e flutuantes): a capacidade para efetuar ajustes nos preços relativos, a adesão de seus membros a regras monetárias robustas e a habilidade para conter pressões de mercado.

A capacidade de efetuar ajustes nos preços relativos é necessária para evitar o surgimento e a acumulação de problemas externos. Quando os preços não são perfeitamente flexíveis, uma queda na demanda doméstica para fechar o hiato externo promove imediatamente a queda do nível de atividade e eleva o desemprego, em lugar da deflação esperada por muitos teóricos. Nestes casos, uma variação na taxa de câmbio nominal (uma desvalorização) pode ajudar a alcançar uma nova constelação mais favorável de preços relativos com menores custos em matéria de emprego e nível de atividade.

Eichengreen destaca que todos os arranjos internacionais até hoje julgados satisfatórios, inclusive aqueles com regimes cambiais fixos, têm "cláusulas de escape" que permitem desvalorizações em determinadas circunstâncias. As

[47] Essas propostas encontram-se discutidas em Eichengreen (1995) e Baer *et al.* (1995).

regras monetárias robustas são necessárias para assegurar que a existência dessas cláusulas não promova sistematicamente surtos privados de especulação que provoquem instabilidade. Trata-se de criar um sistema de informações que permita aos agentes privados anteciparem as intervenções do banco central para defender a paridade.

Eichengreen argumenta que o governo deve ter uma reputação de firme defensor da paridade corrente da taxa de câmbio, em todas as situações normais e em algumas excepcionais, para desencadear reações estabilizadoras dos agentes privados. Exemplifica com o caso do banco central holandês, que adquire tal reputação em manter a paridade do florim com o marco alemão (a regra monetária, neste caso, é sempre seguir a política do *Bundesbank*), que escapa da especulação generalizada no SME em 1992-93. Ressalta que a construção da reputação não é uma tarefa sem custos, só sendo adquirida no longo prazo.

É limitada a habilidade de qualquer banco central para conter, com custos aceitáveis, as pressões no mercado cambial por uma elevação das taxas de juros. Na prática, Eichengreen aponta que os arranjos internacionais que se tornam duráveis fornecem apoio externo aos países com uma tradição de menor credibilidade na defesa da taxa de câmbio, geralmente permitindo que controles reduzam os movimentos de capitais especulativos.

A partir dos atributos destacados por Eichengreen, a fragilidade básica da gestão compartilhada das taxas de câmbio no G-7, implementada com os Acordos do Plaza e do Louvre, é a falta de regras monetárias robustas e de cooperação internacional. A gestão conjunta das taxas cambiais torna-se um objetivo exclusivo, não havendo acordo quanto às demais políticas nacionais, em particular sobre as políticas fiscais. A partir do Acordo do Louvre, aumentam os conflitos entre os objetivos domésticos e as metas cambiais no G-7, notadamente as divergências entre os EUA e a Alemanha ao longo de 1987, desencadeando uma severa crise nas principais bolsas de valores mundiais em outubro daquele ano.

A crise financeira de outubro de 1987 ilustra o fato que as interações entre os mercados financeiros e cambiais podem conduzir à instabilidade quando a política monetária troca de objetivos (no caso, da defesa das paridades estabelecidas no Acordo do Louvre para o combate às maiores pressões inflacionárias nos meses seguintes). Na tentativa de estabilizar as expectativas inflacionárias, as taxas de juros sobem na Alemanha e a seguir nos EUA, forçando uma reavaliação negativa das cotações alcançadas nas bolsas de valores, que, no caso de Nova Iorque, registram recordes históricos.

Desde a crise nas bolsas de valores, a cooperação internacional torna-se *ad hoc*, limitando-se à gestão de crises emergenciais, e aumenta a volatilidade das

taxas de câmbio na Tríade. Uma nova pressão altista sobre o dólar, em 1989, confirma que a política cambial americana serve novamente à manutenção da estabilidade interna, frustrando uma gestão compartilhada das flutuações das principais moedas internacionais.[48]

Conclui-se que as prioridades nacionais de Estados Unidos, Alemanha e Japão têm precedência sobre a cooperação internacional na gestão das taxas de câmbio, uma vez afastada a ameaça de alguma crise mais séria do sistema monetário internacional, cuja reforma desaparece da agenda do G-7. Ainda que seja reconhecida a necessidade de atenuar a volatilidade das taxas de câmbio, descobre-se a insuficiência de instrumentos para atender a objetivos conflitantes, num ambiente de elevada mobilidade dos capitais, na ausência de maior cooperação internacional. Os três objetivos perseguidos pelas políticas econômicas externas nessa fase da globalização – preservar a soberania nacional, os mercados financeiros internacionais livres e as taxas de câmbio relativamente fixas – revelam-se incompatíveis, uma "trindade impossível".

1.4 A Designação dos Instrumentos de Política Econômica

Após 1987, alcança-se um dos efeitos desejados da desvalorização nominal do dólar, qual seja, um menor desequilíbrio na balança comercial dos EUA (como percentual do PIB), levando parte do *mainstream* a reafirmar sua convicção na importância de conservar alguma flexibilidade para a taxa de câmbio no *mix* de política macroeconômica, uma vez que causa efeitos histerese na economia real.[49]

Nas análises de Krugman (1991 e 1993) sobre o ajustamento da economia dos EUA às fortes flutuações nominais do dólar na década de 80, tenta-se recuperar a validade de médio prazo das conclusões do modelo Mundell-Fleming ampliado pela adição de expectativas, atacando tanto os ultra-reducionistas, os monetaristas e os novos clássicos, quanto os que

---

[48] Para uma análise da conjuntura internacional entre outubro de 1987 e o encontro do G-7 em 1989, cujo comunicado não contém nenhuma referência à coordenação das taxas de câmbio, encerrando a breve experiência de coordenação internacional mais ativa destas taxas, ver Presser (1989).

[49] Parcela substancial dos economistas do mainstream, notadamente os novos keynesianos, defende que os instrumentos macroeconômicos devem ser utilizados para manter um nível de demanda agregada julgado adequado do ponto de vista do emprego, da inflação e do equilíbrio externo, mas as eventuais políticas microeconômicas devem ter como único objetivo elevar a eficiência econômica. Em outras palavras, essa visão defende um maior intervencionismo macroeconômico concomitante ao *laissez-faire* microeconômico. O intervencionismo macroeconômico justifica-se geralmente pelos efeitos reais da política monetária no curto prazo, dada a existência de mercados imperfeitos e de preços nominais rígidos. No longo prazo, cumprem-se as condições de equilíbrio clássicas.

denomina "estruturalistas".[50] O modelo comprova que, com taxas de câmbio flutuantes, uma expansão fiscal torna-se menos efetiva em estimular a demanda interna no longo prazo na presença de forte integração financeira internacional. O modelo supõe que nestas condições promove-se a igualação das taxas de juros internas e externas. Neste caso, o efeito deslocamento (*crowding out*) em resposta à expansão fiscal não ocorre por intermédio de maiores taxas de juros reais (*crowding out* financeiro), mas através da deterioração da conta corrente (*crowding out* real), causada pela valorização da taxa de câmbio.

Pode-se resumir o ajuste dos EUA na década de 80, utilizando-se esse modelo, da seguinte maneira:[51] entre 1980-85, a taxa de câmbio do dólar valoriza-se pela expansão fiscal, mas torna-se uma supervalorização pela atração que a política monetária restritiva exerce sobre os fluxos de capitais internacionais, originando crescentes déficits em conta corrente.[52] O tamanho e a permanência do desequilíbrio externo americano explicam-se também pela divergência das políticas macroeconômicas nos grandes países desenvolvidos, em especial entre as políticas expansionistas nos EUA e as de contenção na Europa, divergência refletida nas taxas de crescimento diferenciadas da demanda doméstica.[53] Entre 1985-87, comprova-se que a grande desvalorização nominal do dólar, facilitada pelo comportamento cooperativo dos bancos centrais alemão e japonês, que relançam a demanda doméstica na Europa e na Ásia, resulta em substancial desvalorização real, como esperado pelos economistas novos keynesianos (que postulam a existência de *sticky prices*), reduzindo o déficit em conta corrente dos EUA (como percentual do PIB).[54]

---

[50] Os economistas "estruturalistas" citados por Krugman não devem ser confundidos com aqueles da escola latino-americana de mesmo nome. Esse jargão denomina os economistas americanos que resistem às forças de mercado, particularmente aqueles que defendem o comércio administrado. O economista citado nominalmente em Krugman (1991) como "estruturalista" é Robert Kuttner, colunista da *Business Week* e co-editor da revista *The American Prospect*. Com a nomeação de Laura Tyson, associada à *Berkeley Roundtable on the International Economy (BRIE)*, para a chefia do Conselho de Assessores Econômicos do presidente Clinton em 1992, ela substitui Kuttner como o símbolo da "completa ignorância da economia internacional acadêmica" nos polêmicos artigos de Krugman (1997a; 1997b; e 1997c).

[51] É óbvia a compatibilidade da explicação de Krugman do (des)ajustamento dos EUA com as avançadas por outros destacados colegas seus no MIT. Ver Blanchard e Dornbusch (1989).

[52] As taxas de juros reais americanas são fortemente positivas (em média, acima de 4% ao ano) para as *T-bills* de três meses entre 1980-88, um dos indicadores mais utilizados para aferir as taxas de juros de curto prazo.

[53] A demanda doméstica nos EUA cresceu 30% entre 1980-89; na Europa, apenas 19%.

[54] O grande problema para Krugman é justificar as evoluções agora relativamente independentes dos déficits gêmeos (externo e fiscal), uma vez que notoriamente o ajuste fiscal dos EUA não é efetuado entre 1985-90. Em termos do *mix* padrão de política econômica recomendado para o ajustamento externo, redução das taxas de juros e contração fiscal, os EUA adiam o último e exigem dos seus aliados apoio internacional para efetuar apenas o primeiro neste período.

Nos dois períodos, a correlação entre os movimentos das taxas de câmbio real e nominal é extremamente elevada nos EUA, demonstrando a existência de forte rigidez nominal dos preços, ao contrário do postulado pelos ultra-reducionistas, monetaristas e novos clássicos. Examinando a evidência empírica acumulada no caso dos EUA, Krugman conclui que as desvalorizações continuam necessárias ao ajustamento externo e os seus efeitos sobre os volumes dos fluxos de comércio exterior, apesar de todas as profundas mudanças estruturais da economia americana na década de 80, são aqueles previstos pelos componentes da demanda agregada representados nas equações de exportação e importação tradicionais, apesar do maior hiato temporal da resposta.[55]

A renovada ênfase na eficácia dos instrumentos macroeconômicos leva Krugman a assumir uma posição cada vez mais livre cambista no debate internacional. Como os mercados financeiros internacionais sustentam o ajustamento dos EUA, não há nenhuma justificativa macroeconômica para o comércio internacional administrado, reivindicado pelos economistas "estruturalistas".[56]

Krugman é um exímio polemista e seu objetivo é provar que a combinação proposta por uma parcela importante dos economistas do *mainstream* para a economia interna, uma gestão macroeconômica ativa mais *laissez-faire* microeconômico, que se transforma na fórmula livre comércio (*laissez-passer*) mais uma gestão ativa da taxa de câmbio para a economia internacional, continua a ser a única válida. Em outras palavras, postula que não há problemas relevantes de rigidez da oferta no setor real da economia no médio prazo, mas revolta-se contra a "ditadura dos fundamentos microeconômicos": o problema macroeconômico (um conjunto de equações empiricamente satisfatório descrevendo o comportamento da demanda agregada) tem uma existência própria e independente das condutas microeconômicas, supostas otimizadoras e racionais, dos modelos teóricos ultra-reducionistas.

No entanto, vários argumentos fornecidos por economistas "estruturalistas" e do próprio *mainstream* alertam que os EUA podem se tratar de um caso muito especial e o seu exemplo não garante a validade universal da fórmula "utilizar

---

[55] Hooper e Marquez (1995) referendam a conclusão de Krugman para os EUA, mas alertam que, no caso do Japão, o modelo não explica satisfatoriamente o comportamento dos fluxos comerciais depois da forte valorização do iene, refletindo possivelmente tanto comportamentos estratégicos na formação dos preços das exportações quanto efeitos virtuosos sobre os custos das matérias-primas importadas. Além disso, como destacam os autores, certos bens comerciáveis não possuem substitutos domésticos muito próximos, ao contrário do assumido pelo modelo teórico.

[56] As posições recentes de Krugman sobre regimes de comércio exterior são examinadas no Capítulo 5.

taxas de câmbio flutuantes para promover endogenamente as correções necessárias nas taxas de câmbio para restabelecer o equilíbrio externo" nos ajustamentos externos dos demais países. Pode-se citar as seguintes circunstâncias especiais no caso dos EUA: o financiamento externo do ajustamento no período crucial de transição (1986-87) é garantido pela cooperação dos bancos centrais europeus e japonês, e não apenas pelos mercados privados; os efeitos inflacionários da depreciação são compensados pelo antichoque do petróleo em 1986, pela queda pronunciada dos preços das *commodities* em geral entre 1979-86 e pela estratégia de *pricing-to-the-market* no curto prazo, adotada pelos fornecedores externos asiáticos; a forte valorização dos ativos nos EUA (ações e imóveis) depois de 1985, uma conseqüência da redução coordenada das taxas de juros no G-7, continua a atrair capitais externos privados; muda a estratégia do IDE japonês com o iene "forte", aumentando substancialmente os fluxos em direção aos EUA; e o padrão estrutural de comércio exterior dos EUA é altamente diversificado quanto a produtos e mercados, nas exportações e importações, assegurando as elasticidades adequadas para garantir uma resposta positiva à depreciação.

Finalmente, na que talvez seja a mais importante das condições especiais, os desequilíbrios globais necessitam ser acomodados pela expansão da renda global, sendo improvável que apenas variações nas principais taxas de câmbio sejam suficientes para alcançar a expansão necessária da demanda efetiva. Em outras palavras, as exportações dependem tanto da taxa de câmbio real quanto do dinamismo da demanda externa. Esta última condição torna-se muito favorável aos EUA devido a uma série de circunstâncias entre 1986-90 (quando se registra um auge capitalista nos países desenvolvidos), mas podem não se reproduzir no futuro em diferentes lugares e conjunturas.

Em resumo, a principal crítica endereçada a Krugman, que pode ser estendida a praticamente todas as simulações de ajuste externo nos modelos canônicos do *mainstream*, é que o Sistema Monetário Internacional é hierarquizado (há uma hierarquia de moedas), o que determina condições, potencialidades e graus de liberdade diferenciados para cada economia nacional (Miranda, 1995).

Na sua mais recente avaliação do ajustamento internacional na década de 80, Krugman (1993) reconhece que os economistas do *mainstream* não dispõem de um modelo adequado dos efeitos microeconômicos gerados pelos diversos regimes cambiais. Na sua ausência, as conseqüências sobre o padrão das vantagens comparativas dinâmicas são mais incertas do que garante seu otimismo com os resultados macroeconômicos gerados pelo modelo Mundell-Fleming ampliado.

Lawrence (1996), por exemplo, admite que, até mesmo nos EUA, alguns efeitos do maior comércio internacional são diferentes segundo a estrutura dos mercados: 1) nos setores concentrados, a resposta-padrão à maior

concorrência, por parte das empresas líderes, é intensificar o P&D e as inovações; 2) nos setores competitivos, essa resposta-padrão é reduzir os investimentos em geral para reduzir custos, provavelmente desacelerando o P&D e as inovações. Nestes últimos setores, há uma maior dependência de mão-de-obra barata e outras vantagens de custo para manter a competitividade frente à maior concorrência internacional.

As experiências dos períodos 1980-85 e 1985-89 também fornecem algumas lições importantes para o *mainstream* sobre a gestão da política monetária e a escolha de suas metas intermediárias com regimes de taxas de câmbio flutuantes. A primeira, aprendida entre 1980-85, é que uma concentração excessiva nas metas monetárias internas (os agregados monetários) acaba por produzir desalinhamentos intoleráveis entre as principais taxas de câmbio. A segunda, aprendida entre 1985-89, é que uma concentração exclusiva nas metas para as taxas de câmbio torna-se incompatível com conjunturas nacionais não sincronizadas ou com choques assimétricos, num ambiente financeiro internacional cada vez mais desregulado e integrado. A terceira, aprendida na crise das bolsas de valores em outubro de 1987, é que podem se desenvolver crises sistêmicas, mais precisamente, que abalos nos mercados de valores, de títulos ou cambiais podem afetar os sistemas de pagamentos e compensações de um grande mercado financeiro nacional ou do próprio sistema internacional, que possui regulações mais frouxas.

As crises sistêmicas originam-se das grandes mudanças estruturais que atingem os mercados financeiros – integração, desregulação, inovação e "securitização". Essas mudanças aumentam a concorrência e a eficiência dos sistemas financeiros nacionais, mas podem elevar sua "fragilidade financeira" e, por extensão, do sistema financeiro internacional, às próprias ações da política monetária (Lamfalussy, 1987). As maiores dificuldades na seleção de uma meta intermediária trazidas pelas inovações financeiras, especialmente o fracasso das metas intermediárias baseadas nos agregados monetários, e a necessidade de aprendizado com o novo mecanismo de transmissão da política monetária tornam as respostas dos bancos centrais às mudanças conjunturais mais lentas e moderadas, comportamento verificado especialmente na década de 90.

O novo mecanismo de transmissão da política monetária torna inicialmente mais lenta a redução da liquidez, mas pode resultar em episódios de racionamento de crédito (*credit crunch*). Em resposta à elevação das taxas de juros básicas, os bancos elevam as taxas de juros sobre seus depósitos e empréstimos, não reduzindo automaticamente o volume dos seus empréstimos. No entanto, a elevação generalizada das taxas de juros de curto prazo pode causar pesadas perdas e inadimplências entre os devedores (particularmente dos devedores com débitos indexados a taxas de juros flutuantes e dos especuladores, que podem ser outros bancos), quando seus rendimentos de

curto prazo não compensam estas maiores taxas. Eventuais *defaults* podem forçar a interrupção de novos empréstimos e a renovação dos antigos, conforme se deteriora o perfil da carteira de empréstimos dos bancos. Surgem episódios de racionamento dos créditos bancários. Esses episódios tornam-se altamente complexos, uma vez que costumam ser acompanhados de forte queda nos preços dos ativos, provocada pela tentativa de desendividamento dos agentes, aumentando ainda mais a inadimplência, que por sua vez provoca nova redução da liquidez, estabelecendo um círculo vicioso de difícil reversão (Lamfalussy, 1987).[57]

A utilização da taxa de câmbio como uma variável intermediária da política monetária pode, paradoxalmente, aumentar o risco sistêmico. Aproveitando-se das conjunturas financeiras em que há maior estabilidade das principais taxas de câmbio, os movimentos de capitais internacionais respondem elasticamente a pequenas variações nas taxas de juros dos países que participam, formal ou informalmente, de arranjos monetários internacionais para administrar as taxas de câmbio (Allsopp e Chrystal, 1989). Justamente os procedimentos operacionais para utilizar a taxa de câmbio como variável intermediária costumam tornar as taxas de juros de curto prazo mais voláteis (particularmente quando não há consistência interna da política econômica). O impacto dessa elevação das taxas de curto prazo transmite-se para todos os mercados financeiros, inclusive os mercados de longo prazo (Goodhart, 1990).

Esses novos problemas manifestam-se claramente na Grã-Bretanha na segunda metade da década de 80. A estratégia macroeconômica britânica, neste período, procura manter a libra esterlina seguindo informalmente a cotação do marco alemão nos mercados cambiais. Essa estratégia acaba por tornar a taxa de juros demasiadamente baixa para as condições econômicas internas, que impõem a tarefa de combater um *boom* de demanda e suas pressões inflacionárias. É abandonada em 1988, quando a taxa de juros se eleva e a libra volta a se valorizar como resultado da forte entrada de capitais.

O problema da falta de sincronia das conjunturas nacionais ressurge com certa freqüência no interior da Tríade. Um segundo episódio, já citado, ocorre em 1989, quando a elevação das taxas de juros de curto prazo nos EUA, para reduzir as pressões inflacionárias associadas ao auge cíclico, resulta numa nova apreciação do dólar e encerra a fase de gestão compartilhada das principais taxas de câmbio no G-7.

Constata-se que as políticas cambial e monetária podem se fundir em praticamente um único instrumento de política econômica na fase da

[57] Para evitar os riscos sistêmicos, os principais países desenvolvidos estabelecem *prudential regulations* mais severas e de âmbito internacional para seus bancos, disciplinando a concorrência predatória, no Acordo do BIS em julho de 1988.

globalização financeira. A tendência de crescente integração dos mercados financeiros internacionais aumenta a elasticidade da resposta dos fluxos externos de capitais a pequenos diferenciais das taxas de juros nominais, ajustados pelas expectativas sobre a evolução futura da taxa de câmbio. Qualquer evento nos mercados de câmbio, muito mais nervosos, de maior risco e guiados por eventos de curto prazo, pode ser imediatamente transmitido para os mercados monetários (Lamfalussy, 1987).

Num ambiente de alta mobilidade dos capitais, a escolha de um dos dois instrumentos de política econômica (taxa de câmbio ou taxa de juros) geralmente determina a forma de gestão do outro. Porém, as relações mútuas tornam-se incertas e, em certas circunstâncias, altamente instáveis, uma vez que na globalização financeira os valores dos ativos e passivos de importantes agentes econômicos se encontram diretamente determinados pelas variações, reais ou esperadas, das taxas de câmbio. Particularmente, para os países com um forte compromisso com a manutenção de taxas de câmbio fixas ou em bandas estreitas, os mercados financeiros integrados colocam questões sérias à eficácia da política econômica, como se demonstra a seguir para o caso da França, na análise da crise do SME em 1992-93.

Sinteticamente, as lições retiradas da interdependência entre as políticas monetária e cambial na década de 80 são (Allsopp e Chrystal, 1989):

- Devem ser consideradas as conseqüências da política monetária sobre a evolução da taxa de câmbio, uma vez que há um *trade-off* complexo entre as políticas cambial e monetária quanto aos objetivos domésticos. A política de juros deve ser orientada muito mais para os objetivos finais (a taxa de inflação, por exemplo) do que para as metas monetárias intermediárias, para evitar que as flutuações excessivas dos juros perturbem os mercados cambiais.

- Outros instrumentos de política macroeconômica devem ser utilizados, particularmente a política fiscal. Em geral, a recomendação é que seja austera, facilitando a queda das taxas de juros internas e a desvalorização da taxa de câmbio real.

Essas lições coincidem com a designação dos instrumentos de política econômica proposta pelos defensores do regime cambial com bandas: as políticas fiscais devem assegurar os fundamentos internos corretos para evitar que as políticas monetárias tornem instáveis as taxas de câmbio.[58] Vale dizer,

[58] Trata-se da alocação dos instrumentos de política econômica para manter a taxa de câmbio de equilíbrio fundamental (TCEF) de cada moeda dentro das bandas anunciadas, sendo a TCEF a taxa de câmbio real capaz de manter, a médio prazo, a atividade econômica no nível mais elevado possível, tomando em conta as restrições de equilíbrio interno e externo, como sugerido em Williamson (1987).

sendo a política monetária destinada a manter as taxas de câmbio em níveis que preservem o equilíbrio externo, a política fiscal deve ser formulada para atingir o equilíbrio interno, em particular para modular o *trade-off* entre a estabilidade dos preços internos e o desemprego.[59]

Há vários pontos discutíveis nessa proposta de designação dos instrumentos de política econômica. Há uma substancial controvérsia no *mainstream* sobre como se transmitem os impulsos da política fiscal para a demanda agregada, mas as teorias dominantes, todas fortemente influenciadas pela visão de uma economia oscilando ao redor da tendência de crescimento dada pelo produto potencial, convergem para a conclusão de que os efeitos na demanda agregada são muito moderados, até no curto prazo, sobretudo pelas reações desencadeadas nos mercados financeiros.[60] Todas, exceto os minoritários seguidores da hipótese da equivalência ricardiana, admitem que as políticas fiscais afetam decisivamente a taxa de poupança nacional (Gramlich, 1990).[61]

O reconhecimento desse impacto leva ao surgimento da proposta de "ortodoxia reversa" de Boughton (1989), na qual a política fiscal deve ser destinada ao equilíbrio do balanço de pagamentos e a política monetária ao crescimento nominal do produto. Apesar das críticas à modelagem da "ortodoxia reversa", que não inclui a acumulação de dívida externa e seu serviço na conta corrente, Tirelli e Vines (1995) reconhecem que as prioridades políticas dadas ao controle da inflação, os limites ao endividamento do setor público, as reformas fiscais neoliberais e a redução planejada do setor público, as duas últimas destinadas a elevar a eficiência microeconômica, levam, na prática, à adoção da "ortodoxia reversa" em vários países da OCDE na década de 80.

Aumenta a convicção do *mainstream* de que a situação das dívidas públicas em alguns países da OCDE e as tendências fiscais apresentadas por vários outros

---

[59] O equilíbrio externo é dado pelo conceito de balanço de pagamentos básico, isto é, um déficit ou superávit em conta corrente deve ser equilibrado por fluxos de entrada ou saída de capitais de longo prazo, respectivamente. Paradoxalmente, este conceito torna-se menos relevante na década de 80, com a crescente autonomia e importância dos fluxos de capitais de curto prazo, registrados "abaixo da linha" no balanço de pagamentos básico. A solução é admitir que uma parte desses fluxos é permanente, para somá-los aos de longo prazo. A prática comprova que tal julgamento está sujeito a erros crassos.

[60] Se a produção está próxima aos limites ditados pela evolução do produto potencial, um estímulo fiscal dá origem a pressões inflacionárias imediatas e, na seqüência, a um aperto da política monetária para reduzi-las (não há acomodação pelo banco central), elevando as taxas de juros, o que, por sua vez, acarreta a aceleração do processo de endividamento do setor público e a valorização da taxa de câmbio. Os impactos sobre a demanda agregada são muito reduzidos (o efeito multiplicador sobre a renda é inferior ao efeito *crowding out* sobre os investimentos e as exportações líquidas).

[61] Para os defensores da equivalência ricardiana, financiar o déficit fiscal por meio de dívida pública é equivalente a financiá-lo por meio de impostos.

são insustentáveis. Os principais indicadores apresentados para o conjunto dos países da OCDE são a elevação da dívida pública bruta (de cerca de 40% do PIB em 1979 para 65% em 1993), a permanência de déficits estruturais no auge cíclico (ao redor de 1% do PIB em 1989), o forte aumento desses déficits no início da década de 90 (para mais de 3% do PIB), o aumento dos gastos públicos totais (de cerca de 36% do PIB em 1979 para 42% em 1993), refletindo especialmente as maiores despesas com juros, transferências e custeio, e a falta de financiamento adequado para os esquemas de pensões sob responsabilidade pública (Leibfritz, Roseveare e van den Noord, 1994).[62]

A situação fiscal de vários países desenvolvidos agrava-se de tal maneira que não há mais espaço para estímulos fiscais e vários estabilizadores automáticos são desativados, apesar da elevação substancial da taxa de desemprego, na recessão na década de 90. A novidade no debate é a hipótese de um ajuste fiscal antikeynesiano: se os mercados financeiros reagem positivamente à consolidação fiscal ex ante, as taxas de juros podem baixar, tornando o ajuste fiscal expansivo (o efeito líquido é favorável ao crescimento.[63] De qualquer maneira, a recomendação normativa da década anterior é reforçada: torna-se necessário consolidar as finanças públicas para elevar a confiança dos mercados financeiros nas políticas econômicas e reduzir as taxas de juros que governam o seu financiamento. A consolidação é uma condição necessária para relaxar a política monetária e proporcionar uma saída para as condições recessivas presentes em várias economias da OCDE (Leibfritz, Roseveare e van den Noord, 1994).

Dadas as dificuldades para consolidar as finanças públicas e até mesmo para implementar prontamente medidas fiscais transitoriamente restritivas, todas bem conhecidas, a política fiscal torna-se pouco operacional. Na prática, as duas tarefas das políticas de estabilização - reagir às pressões inflacionárias ou expandir o nível de atividade -, recaem sobre a política monetária, com um comportamento bastante diferenciado no que se refere à rapidez de resposta das autoridades monetárias para cada uma dessas tarefas, em razão da prioridade de manter os ganhos no combate à inflação.

---

[62] A explicação para a crescente importância dos juros na evolução dos gastos públicos encontra-se no elevado estoque de dívida pública legado pela deterioração fiscal na década de 70, resultante do fracasso das políticas keynesianas para superar os choques de oferta na economia internacional, que ocasiona uma aceleração drástica do serviço da dívida pública com os choques dos juros na década de 80 (Chouraqui, Hagemann e Sartor, 1990).

[63] Os casos freqüentemente citados como evidência de um ajuste fiscal antikeynesiano na literatura são a Dinamarca (1983-86) e a Irlanda (1989-89). Há fortes evidências de que ajustes fiscais de grande envergadura (pelo menos ± 3% do PIB no resultado primário) podem originar respostas antikeynesianas em termos de crescimento (Cour *et al.*, 1996).

Há uma volumosa literatura que destaca a restrição adicional imposta pela escolha do regime cambial às autoridades fiscais. Ao determinar a taxa de inflação, as autoridades monetárias resolvem um *trade-off* entre senhoriagem e estabilidade da taxa de câmbio (Grilli, 1989).[64] As taxas de câmbio fixas podem restringir a senhoriagem abaixo do seu nível ótimo. Substituí-la por maiores impostos pode não ser viável. Numa economia aberta com taxas de câmbio fixas, a criação de moeda total compatível com as metas de inflação pode não coincidir com as necessidades de financiamento monetário do Tesouro, uma vez que há necessidade de desviar parte da emissão para a gestão da própria taxa de câmbio.[65]

1.5 As Lições do Sistema Monetário Europeu

O maior reforço à defesa de regimes cambiais com taxas de câmbio fixas, porém ajustáveis, é o aparente sucesso do SME até a crise de 1992-93. O SME passa a ser visto como uma maneira simples e eficiente de estender a estabilidade monetária da Alemanha Ocidental aos seus principais parceiros comerciais.[66] O compromisso com a manutenção das taxas de câmbio nominais no SME e a renúncia do banco central do país com inflação superior à alemã de uma política monetária autônoma, fornece uma âncora nominal para os preços na economia, ajudando a quebrar a inércia das expectativas inflacionárias, substituindo a intenção original, mais modesta, de evitar desalinhamentos cambiais prejudiciais à integração européia (Giavazzi e Giovannini, 1988).

A mensagem fundamental é que um regime com taxas de câmbio fixas permite "importar credibilidade" e quebrar a inércia na formação dos preços:

---

[64] A possibilidade do governo financiar seus gastos emitindo moeda é chamada de senhoriagem, por ser historicamente associada ao monopólio de emissão da moeda por um governo soberano. Senhoriagem é uma alternativa à maior carga fiscal ou à maior emissão de dívida pública. Num contexto de finanças públicas, é ótimo taxar a liquidez, assim como os bens e a renda. A maior parte da literatura do *mainstream* acredita que a senhoriagem deve ter um papel no financiamento do setor público (Spaventa, 1989). A exceção é a oposição dos novos clássicos: a moeda é um bem intermediário que reduz o custo das transações, não se justificando impostos sobre sua liquidez.

[65] A partir da contribuição pioneira de Krugman (1979), desenvolvem-se novos modelos de colapso das taxas de câmbio fixas com mobilidade de capitais, que simulam a situação em que as autoridades monetárias seguem uma política de taxas de câmbio fixas e acomodam uma política fiscal expansiva. Como essas políticas são incompatíveis no longo prazo, seu comportamento acaba por provocar um colapso do regime cambial pela perda das reservas do banco central (o excesso de oferta monetária dirige-se para a aquisição de ativos estrangeiros, reduzindo essas reservas).

[66] O funcionamento do SME é assimétrico: o *Bundesbank* fixa a política monetária e os demais bancos centrais renunciam a uma política monetária independente ("amarram suas mãos"), defendendo as paridades de usas moedas nacionais com o marco alemão, tornando o SME, de fato, uma zona monetária do marco alemão.

> Fixar a taxa de câmbio com um país de inflação baixa pode ajudar a quebrar a inércia associada com as expectativas inflacionárias. ... As expectativas dos formadores de preços ajustam-se endogenamente e a taxa de inflação de equilíbrio no país que fixa a taxa de câmbio é menor do que num regime de taxas de câmbio flutuantes. (Giavazzi e Giovannini, 1988: 91)

Desde o seu início, em 1979, até a crise de 1992-93, o SME alcança uma impressionante convergência nas taxas de inflação e nas taxas de juros entre os seus membros. No entanto, seu sucesso não pode ser associado apenas à defesa das paridades fixas pela política monetária: é necessário tomar em conta a permanência dos controles de capitais até o final da década de 80 (por exemplo, na França e na Itália) e um conjunto de políticas macroeconômicas orientadas para a integração européia por razões eminentemente políticas (Goodhart, 1990). No final da década de 80, aumenta o entusiasmo de economistas e políticos com a âncora cambial: não ocorre nenhum realinhamento das taxas de câmbio dos países membros após 1987. A abolição dos controles de capitais e a rápida formação de um mercado único financeiro na Europa oferece duas vias ao SME: um sistema com bandas maiores e realinhamentos mais freqüentes, visto como uma regressão, ou uma rápida caminhada para a união monetária. O Relatório Delors recomenda perseguir uma maior convergência nas taxas de inflação por intermédio da transformação do SME em união monetária (Commission of European Communities, 1989) e o país europeu mais crítico do SME, a Grã-Bretanha, junta-se aos demais em 1990.[67]

Segundo a hipótese da "credibilidade importada", a maior estabilidade dos preços no SME explica-se pela ação de um mecanismo disciplinador bastante simples: primeiro, uma inflação doméstica superior àquela do país-âncora resulta numa valorização da taxa de câmbio real, que reduz a demanda por bens produzidos internamente e gera uma recessão, forçando a convergência da inflação interna com a do país-âncora; segundo, a formação interna dos preços e salários, por meio de um processo de aprendizado, internaliza as expectativas de defesa da paridade corrente, assegurando a disciplina necessária para evitar uma perda de competitividade internacional pela maior inflação interna.

Nessa formulação, a âncora cambial é considerada pelos agentes privados um compromisso mais forte do que aquele expresso por uma meta nominal para a oferta monetária, permitindo a rápida redução das expectativas inflacionárias. A defesa desse mecanismo no SME sublinha a consecução do objetivo de convergência para uma inflação estável e baixa com menores custos em termos

---

[67] Note-se que aprofundar a integração regional e reforçar o SME são respostas estratégicas européias aos desafios do ajuste internacional na segunda metade da década de 80, quais sejam, acomodar o desequilíbrio externo dos EUA, aceitando um dólar fraco, e enfrentar a dura concorrência dos produtores asiáticos nos mercados domésticos europeus.

de nível de atividade e emprego perdidos. No entanto, o papel do SME na obtenção desse objetivo é controverso e a evidência empírica é débil (Thygesen, 1988).[68]

Segundo os defensores do SME, os problemas residuais de competitividade nos países europeus devem ser resolvidos por políticas microeconômicas e pela flexibilização do mercado de trabalho, renunciando-se à utilização das desvalorizações competitivas, que implicam a perda da credibilidade na luta contra a inflação. A hipótese implícita é que os choques que afetam a economia européia são simétricos, não criando sérios problemas locais ou regionais de desemprego, uma vez que a força de trabalho, por razões culturais, continua relativamente imóvel no espaço econômico europeu.

A crise do SME em 1992-93, que atingiu 11 diferentes moedas nacionais (oito pertencentes ao SME e três dos países nórdicos), resultando em oito desvalorizações e na ampliação das bandas para 15%, ocasiona uma reavaliação menos otimista das possibilidades de manter um regime regional de taxas de câmbio fixas num ambiente caracterizado pela crescente globalização financeira e pela ausência de controles aos movimentos de capitais, aumentando o número de análises que afirmam que o sucesso inicial do SME se deve aos controles de câmbio, abolidos na segunda metade da década de 80.

No ambiente da globalização financeira, as principais dificuldades enfrentadas pelo SME são indicadas por Svensson (1994):

- As cotações nos mercados cambiais tornam-se mais sujeitas a ataques especulativos, uma vez que os especuladores refugiam-se nas moedas que oferecem as taxas de juros mais elevadas, confiantes em que as paridades serão mantidas e a convergência em termos de inflação alcançada.[69]

- A disciplina imposta pela âncora cambial na formação dos preços internos revela-se bem mais lenta, na prática, levando à constante valorização de algumas moedas nacionais.

---

[68] A hipótese da "credibilidade importada" nunca foi comprovada empiricamente de maneira julgada completamente satisfatória. Pelo contrário, tem sido contestada por diversos autores, pelo menos para certos períodos. Por exemplo, entre 1982-86, há uma convergência lenta e incompleta com a inflação alemã no SME e os países membros não têm uma desinflação mais rápida do que os demais países desenvolvidos (Collins, 1988).

[69] Svensson (1994) denomina essa dinâmica de *convergence trading*: as expectativas dos agentes privados são de crescente convergência e de redução dos diferenciais nas taxas de juros que, quando confirmadas, lhes asseguram significativos ganhos de capital.

- Os choques assimétricos nominais ou reais (a unificação alemã derruba a hipótese implícita de que estes últimos são simétricos no SME) ameaçam a manutenção das paridades cambiais de certas moedas e originam imediatamente um enorme refluxo dos capitais especulativos, impondo dificuldades ainda maiores na manutenção dessas paridades. A tática de defesa para manter as paridades, recorrer à elevação drástica das taxas de juros nominais de curto prazo, têm elevados custos econômicos e sociais que conspiram contra a sua própria credibilidade e acabam por reforçar a especulação, ao invés de combatê-la.

- As intervenções oficiais mostram-se mais difíceis e caras do que originalmente suposto.[70]

- Comprova-se que as políticas monetárias no SME assumem um indesejável caráter pró-cíclico por causa dos movimentos de capitais. Particularmente, as políticas monetárias podem se tornar excessivamente restritivas na fase descendente do ciclo econômico, quando passam a predominar as expectativas de realinhamentos das taxas de câmbio nos mercados financeiros.[71]

Goodhart (1995) ressalta que o efeito perverso da elevação das taxas de juros na defesa da paridade cambial é exacerbado pelas dinâmicas financeiras internas, cujo mecanismo é o seguinte: os administradores das carteiras de títulos procuram os títulos de melhor rentabilidade (maior diferencial de juros) entre os países membros, cobrindo seus riscos de câmbio por meio de opções futuras de venda (*puts*) da moeda em que os títulos são denominados. Essas opções são exercidas se a paridade da moeda local cair abaixo do limite fraco da banda. Se a taxa de câmbio corrente estiver muito próxima ao limite inferior, a elevação das taxas de juros exerce pressões baixistas sobre a taxa de câmbio a termo, uma vez que se cumprem as condições de paridade coberta, e aqueles agentes que subscreveram as opções de venda (os agentes que apostaram na manutenção ou valorização da paridade da moeda nacional) realizam vendas de cobertura (isto é, vendem moeda nacional e compram moeda estrangeira). O volume dessas vendas pode ser muito intenso, se a

[70] O Banco da França gastou mais de US$ 27 bilhões para defender o franco francês até 29 de julho de 1993. Além disso, como a contabilidade do SME é em unidade própria (em ECUs - uma cesta ponderada das moedas dos membros do SME), o *Bundesbank*, a principal fonte de empréstimos no SME, sofre perdas de capital quando ocorre uma desvalorização dessas moedas, levando-o, na prática, a apoiar as intervenções de forma mais seletiva e limitada do que o previsto nas regras do SME, forçando os demais países à utilização intensiva das taxas de juros para defender suas paridades. Nesses momentos de crise, a determinação das taxas de juros e câmbio torna-se simultânea.

[71] Svensson despreza a influência da sensível desvalorização do dólar diante do marco alemão em 1992 como fator detonador da crise, ao contrário de outros autores, que assinalam as maiores dificuldades de ajustamento das contas correntes dos países membros do SME neste contexto, especialmente da Grã-Bretanha e Itália.

elevação da taxa de juros conduzir a uma taxa de câmbio a termo menor do que o limite inferior da banda. Neste caso, a tentativa de elevar a taxa de juros para sustentar a paridade pode ser frustrada endogenamente.

No contexto da crise do SME, uma das melhores exposições dos desafios que os mercados financeiros integrados colocam à eficácia da política econômica, para os países presos a um forte compromisso de manutenção das taxas de câmbio fixas ou em bandas estreitas, não é realizada por um acadêmico do *mainstream*, mas por um alto funcionário do Banco da França ao analisar a crise do franco francês entre 1992-93. Moutot (1994) sublinha que o contexto geral das tensões sobre o franco francês nesse período está associado à desregulação dos mercados financeiros doméstico e internacional, aos novos instrumentos financeiros e ao maior peso dos investidores institucionais nesses mercados.

No caso francês, essas mudanças resultam na posse de um estoque significativo de títulos da dívida pública por não residentes, concentrado em mãos dos investidores institucionais e dos *hedge funds*, representando um pouco menos de 30% do estoque desses títulos em poder do público. Essa nova situação estrutural pode exigir, em certos momentos, fortes intervenções das autoridades monetárias para defender a paridade.

Moutot (1994) demonstra que os ataques especulativos contra o franco não decorrem da deterioração dos fundamentos ou da intenção oficial em mudar a estratégia da política econômica francesa. Destaca o caráter auto-suficiente, endógeno e instável das expectativas privadas, uma vez que são crescentemente balizadas por hipóteses sobre as políticas econômicas futuras, incorporando novas variáveis, fora do controle das autoridades monetárias, à análise dos fundamentos: a taxa de desemprego, a saúde do sistema financeiro, as declarações políticas, o apoio popular ao governo etc. As novas variáveis têm evoluções que são específicas de cada país, abertas a múltiplas interpretações, sendo pouco compreendidas pelos investidores estrangeiros. Não surpreende que, das suas análises, resultem expectativas "irracionais".

Dada a importância dos cenários futuros de política econômica na formação das expectativas privadas, Moutot propõe uma abordagem que envolve três dimensões para compreender as tensões sobre o franco francês em 1992-93: 1) identificar as visões alternativas do futuro com base nos fundamentos antes do ataque; 2) indicar os fatores que modificam a ordem de preferência dos agentes privados por esses cenários, sublinhando as mudanças nas condições externas, ao lado das mudanças esperadas ou anunciadas na política econômica interna; 3) mostrar como uma nova homogeneização dos cenários futuros dos principais agentes privados conduz a ataques especulativos contra a moeda nacional.

Para ilustrar as novas possibilidades analíticas do enfoque adotado por Moutot, dos três ataques especulativos ao franco francês em 1992-93 destacam-se, a seguir, as análises do primeiro e do terceiro.

O primeiro ataque ao franco realiza-se em setembro de 1992, logo após as saídas da libra esterlina e da lira italiana do EMS e a desvalorização da peseta espanhola. Até então, prevalece entre os agentes privados uma visão otimista dos resultados alcançados pela estratégia de desinflação competitiva francesa, discutida no item a seguir, sacramentada na coabitação de 1986-88.[72] Há visível progresso nos fundamentos e desregulam-se os mercados financeiros. A França satisfaz os critérios estabelecidos no tratado de Maastricht e, entre 1987-92, o seu desempenho macroeconômico contabiliza um crescimento mais elevado e uma inflação menor do que os demais países do G-7. A taxa de desemprego permanece elevada, mas este é um problema que não costuma ser deplorado pelos mercados financeiros.

No entanto, paradoxalmente, a visão pessimista alimenta-se gradualmente do aumento da taxa de desemprego em 1991-92, que parte de um nível muito elevado no auge cíclico em 1990. Num contexto eleitoral difícil (dada a baixa popularidade da política de desinflação competitiva naquela conjuntura) cresce, entre os agentes privados, o receio de que as autoridades monetárias possam ceder às pressões internas em favor de políticas anticíclicas.[73]

Especificamente, teme-se que a manutenção do "franco forte" entre em crescente conflito com a necessidade interna de baixar as taxas de juros, num momento em que o diferencial com as taxas de juros alemãs é pequeno, uma vez que o aumento das taxas alemãs, em julho de 1992, não é acompanhado pela França. A consistência das políticas monetárias dentro do SME é subitamente colocada em questão, pela falta de sincronia entre as conjunturas do país-âncora e dos demais, causada pelos efeitos assimétricos do choque da unificação alemã.

Segundo Moutot (1994), nesse contexto, o financiamento externo da dívida pública francesa, um resultado tido até então como virtuoso da estratégia macroeconômica, destinando-se a elevar o peso do franco francês nos mercados internacionais de capitais, passa a ser visto como limitante dos graus de liberdade da política econômica frente às crises financeiras nos demais membros do G-7, que podem desencadear o retorno dos capitais não residentes. Ademais, o mercado imobiliário de Paris entra em crise e os novos

[72] Os franceses denominam coabitação a existência, nesse período, de um Presidente socialista (Mitterand) e de um Primeiro Ministro de centro-direita (Chirac).

[73] Entre os agentes privados, o traço distintivo dessa crise do SME é o papel destacado dos investidores institucionais não-bancários, particularmente dos bancos de investimentos anglo-saxões e dos *hedge funds*.

investidores institucionais estabelecem uma correspondência direta entre a sensibilidade das famílias francesas e britânicas à elevação das taxas de juros, extrapolando-se indevidamente as conseqüências recessivas na Grã-Bretanha para a França.

Para Moutot (1994), essa visão pessimista só prevalece graças à crise do SME, ressaltando a influência das variáveis externas na crise do franco francês, em particular os resultados decepcionantes dos primeiros referendos europeus sobre a ratificação do Tratado de Maastricht e suas cláusulas.[74]

Numa conjuntura em que os interesses nacionais dos países europeus diferem amplamente e a simetria de obrigações não é aceita pela Alemanha, os agentes privados passam a acreditar na reação de vários governos europeus ao excesso de restrições externas, já que o custo macroeconômico de sustentação das paridades pode se tornar excessivo. As incertezas sobre o futuro do SME e sobre a cooperação entre os bancos centrais europeus assolam os mercados.

Moutot (1994) afirma que o cenário pessimista perde força e a primeira crise do franco é superada com a elevação das taxas de juros francesas, reafirmando o compromisso oficial com a estratégia de desinflação competitiva. Um comunicado conjunto dos bancos centrais francês e alemão reafirma a solidariedade mútua. O Banco da França repõe as reservas perdidas na defesa do franco, as taxas de juros baixam lentamente e o franco valoriza novamente.

A terceira crise do franco acontece em julho de 1993, logo após a vitória da oposição em março. A oposição compromete-se em manter intocado o núcleo da estratégia de política econômica antes das eleições. Novamente, uma rápida reavaliação das condições internas e externas joga um papel fundamental na mudança das expectativas privadas. A conjuntura econômica na França e no resto da Europa é recessiva durante o primeiro semestre de 1993.[75] O Banco da França coloca as taxas de juros de curto prazo francesas abaixo das alemãs a partir de maio deste ano.

---

[74] Sobre as cláusulas de Maastricht, note-se que após ter concordado com a opção da UME defendida pelos franceses, o governo alemão deixa as negociações dos critérios de convergência nas mãos do *Bundesbank*. Os rígidos critérios exigidos por este último para os países membros ingressarem na UME são amplamente criticados na Europa, podendo ser interpretados tanto como necessários para o *Bundesbank* convencer o público interno alemão de que as preferências inflacionárias dos demais países europeus teriam se modificado drasticamente, quanto como uma tentativa do conjunto dos bancos centrais europeus de aumentarem seu poder sobre os políticos eleitos, estabelecendo metas extremamente restritivas sobre as políticas fiscais e a inflação. Além do mais, os critérios e o enfoque das velocidades diferenciadas para a UME representam um claro abandono da tradição de solidariedade entre os Estados membros.

[75] Tecnicamente, grande parte das instituições internacionais denomina recessão à queda do produto durante dois trimestres sucessivos. Na França, as estatísticas revelam quedas do produto no último trimestre de 1992 e no primeiro de 1993. A taxa de desemprego na França atinge 11,5% no final do primeiro semestre deste ano.

Segundo Moutot (1994), os mercados financeiros interpretam essa decisão como uma demonstração inequívoca de que não há mais espaço para políticas monetárias restritivas na Europa e um presságio de que as taxas de juros alemãs devem baixar substancialmente em breve. A decisão de baixar em conjunto as taxas de juros alemãs e francesas no início de julho de 1993, mas em apenas 0,25%, é vista como confirmando a fragilidade da conjuntura européia e da francesa em particular.

Uma ação mais afirmativa do *Bundesbank* passa a ser aguardada e neste interim o franco é atacado nos mercados cambiais. Intervenções dos bancos centrais francês e alemão, acompanhadas de comunicados reiterando seus compromissos, tentam acalmá-los. Na segunda quinzena de julho, as taxas de juros francesas são elevadas e o franco parece resistir, mas a decisão do *Bundesbank* de não baixar suas taxas de desconto, no final de julho, desencadeia uma violenta especulação contra várias moedas do SME, inclusive o franco.

Como única alternativa à flutuação generalizada, os aumentos dramáticos das bandas de flutuação de ± 2,25% para ± 15%, no início de agosto de 1993, procuram preservar o SME como um mecanismo de transição para a UME, proteger as cotações centrais das moedas e desestimular a especulação, elevando as perdas potenciais dos agentes que desafiam os bancos centrais.

Nas duas últimas crises, Moutot (1994), talvez por seu vinculo institucional, deixa de explorar as seqüelas na economia real deixadas pelas táticas de defesa do "franco forte" do Banco da França, que reforçam o cenário negativo dos agentes privados e minam progressivamente a própria capacidade de defender o franco sem fortes intervenções conjuntas com o *Bundesbank*, numa conjuntura em que há cada vez menor disposição deste último em efetuá-las.

Wyplosz (1994), nos seus comentários a essa análise, ressalta duas evidências:

- O Banco da França, pela segunda vez (a primeira em 1989, quando recusa a proposta alemã de valorizar o marco no SME), parece ter acreditado que o franco pode compartilhar com o marco a função de moeda-âncora no SME. Trata-se, segundo ele, de um erro fundamental, porque a tolerância do público alemão à inflação é menor e a aceitação da necessidade eventual de políticas monetárias rigorosas muito maior do que a do francês. O desempenho inflacionário da Alemanha após 1948 comprova essa hipótese de menor tolerância, não sendo apenas uma questão de melhores fundamentos conjunturais.

- O *Bundesbank* recusa-se a acalmar os mercados, repetindo sua decisão anterior de setembro de 1992: prioriza preservar sua reputação, apesar da enorme pressão dos demais países.

A lição é que quando resta como única arma efetivamente disponível para dissuadir os especuladores a elevação das taxas de juros, para aumentar os custos da especulação, a sustentabilidade e a consistência da estratégia de política econômica jogam um papel decisivo na formação das expectativas privadas. Podem ser colocadas em questão pela percepção da maior fragilidade financeira de importantes segmentos da economia nacional ou pela falta de apoio político.

Moutot (1994) infere que a importância crescente da formação das expectativas privadas torna a política de comunicação do banco central um complemento necessário das políticas de austeridade para aumentar a credibilidade na presença de mercados financeiros desregulados. O banco central deve explicar a situação da economia real, as "especificidades nacionais" e fixar claramente as prioridades da política econômica. Porém, isto apenas não basta. Deve seguir atentamente o debate econômico e influenciá-lo, defendendo o modelo econômico adotado. Conclui que, infelizmente, qualquer estratégia de comunicação pode encontrar seus limites. No caso francês, estes limites são descobertos com a decisão do *Bundesbank* de não baixar rapidamente as suas taxas de juros em julho de 1993.

Pode-se concluir diferentemente, a partir da própria interpretação da crise do franco esboçada acima, que a recomendação normativa do *mainstream* para evitar a excessiva volatilidade das taxas de câmbio no atual sistema monetário internacional, qual seja, aumentar a credibilidade da política macroeconômica doméstica nos países com moedas fracas por intermédio de concessão de maior independência aos bancos centrais, consolidação fiscal, flexibilização do mercado de trabalho etc., encontra seus limites demarcados pelo lugar ocupado pela moeda nacional na hierarquia do sistema monetário internacional. Além disso, os ataques especulativos podem acontecer com relativa independência dos fundamentos, com base em expectativas negativas dos agentes que podem ser autojustificantes e auto-alimentadoras, principalmente se o custo de assumir posições especulativas não for muito elevado.[76]

1.6 A Estratégia Macroeconômica de Desinflação Competitiva

[76] Moutot (1994) ironicamente lembra que as análises de cenários alternativos dos agentes privados líderes, que desempenham o papel mais destacado na homogeneização das expectativas dos mercados, enfatizam as evoluções que geralmente maximizam as suas comissões.

A importância de resenhar sucintamente o debate sobre a estratégia macroeconômica francesa de desinflação competitiva é dupla: em primeiro lugar, corresponde a mais uma rodada do debate maior, entre mercados *versus* políticas públicas discricionárias, que teima em ressurgir, apesar das vitórias conservadoras; em segundo lugar, dele importam-se alguns argumentos favoráveis a essa estratégia no debate intelectual que antecede o Plano Real no Brasil, como se mostra no Capítulo 8.

A desinflação competitiva é uma estratégia macroeconômica apoiada nas forças de mercado para evitar os círculos viciosos desvalorização-inflação-nova desvalorização, diagnosticado em vários países desde o advento das taxas de câmbio flutuantes em 1973. Nos círculos viciosos, as desvalorizações geram aumentos generalizados dos preços, especialmente quando destinadas a compensar choques adversos de matérias-primas essenciais, sem restaurar a competitividade internacional. Os diagnósticos apontam que, nesse ambiente, as firmas preferem esperar que a próxima desvalorização restaure sua competitividade em vez de melhorá-la por medidas de redução dos custos, especialmente os custos de mão-de-obra. Maior inflação e continuidade do desequilíbrio externo costumam ser os resultados não desejados desses círculos.

Na década de 80, os diagnósticos conservadores passam a recomendar aos países europeus restaurar as forças de mercado e defender as paridades dentro do SME para escapar desses círculos viciosos, promovendo economias mais enxutas, flexíveis e eficientes. O mecanismo básico da estratégia de desinflação competitiva, para um país com economia aberta e inflação superior à dos seus parceiros comerciais, é a fixação da taxa de câmbio. A perda de competitividade internacional resultante da valorização da taxa de câmbio real eleva o desemprego que, por sua vez, permite a queda dos salários reais. Os menores custos domésticos de produção possibilitam às empresas combinar maiores lucros e menores preços. Os maiores lucros permitem os investimentos necessários à modernização da produção e os menores preços elevam a competitividade-preço da economia, facilitando a convergência da inflação doméstica para a média dos parceiros comerciais. Durante a fase de convergência, a taxa de câmbio real continua gradualmente a se valorizar, mantendo a pressão sobre trabalhadores e empresas. Depois de certo tempo, a inflação torna-se inferior à média dos parceiros comerciais e a competitividade internacional aumenta significativamente, resultado da maior competitividade-preço e dos investimentos modernizadores, elevando as exportações líquidas e reduzindo o desemprego. Conquista-se, simultaneamente, pleno emprego, baixa inflação, equilíbrio externo e moeda forte (Fitoussi *et al.* 1993; e Blanchard e Muet, 1993).

A hipótese básica é que os custos da mudança, em termos de produção e emprego, são baixos, por conta da maior credibilidade conquistada pelas

autoridades monetárias com o anúncio do novo regime cambial. Num prazo relativamente curto, os trabalhadores moderam as demandas salariais e as empresas elevam a produtividade, ambos disciplinados pelo novo ambiente competitivo, no qual impera uma maior concorrência, estimulada tanto pela valorização da taxa de câmbio quanto pela desregulação de vários mercados, particularmente do mercado de trabalho (Blanchard e Muet, 1993).

Por trás da hipótese básica, espreita-se um modelo econômico muito próximo ao dos livros-textos, no qual prevalece um rápido ajustamento através dos preços. Os defensores dessa estratégia argumentam que (Fitoussi *et al.* 1993):

- O processo de recuperação econômica, que rompe com o ciclo vicioso anterior, caracteriza-se pela maior demanda (dados os menores preços) e maior investimento (dadas as maiores margens de lucro), assegurando uma trajetória de maior crescimento sem sacrifício da competitividade internacional.

- Os efeitos favoráveis da maior credibilidade nos mercados financeiros traduzem-se em menores prêmios de risco para os ativos denominados na moeda nacional (dado o reduzido risco de desvalorização).[77]

- A maior credibilidade pode se espalhar para os mercados de bens e de trabalho, diminuindo os custos recessivos do ajustamento.

Note-se que, no caso da França, restaurar as forças de mercado implica uma significativa liberalização financeira, abandonando o intervencionismo estatal na alocação do crédito (entre 1985-87, abandona-se o *éncadrement du crédit*, o principal mecanismo da intervenção estatal no sistema financeiro francês). A liberalização parece estar associada aos limites encontrados, com as instituições anteriores, para financiar uma ambiciosa reestruturação da indústria francesa sem perder o controle dos agregados monetários e do crédito interno, numa situação em que a França registra uma inflação superior a dos parceiros comerciais. Desde julho de 1984, é tomada uma série de medidas para alinhar a França às tendências gerais da globalização financeira (entre outras, a desregulação do sistema financeiro, a criação de novos instrumentos financeiros que permitem uma crescente securitização, a criação de um mercado de futuros em Paris e o acesso das empresas não-financeiras ao mercado monetário). O mecanismo de gestão da política monetária passa a ser a regulação das taxas de juros por intermédio de operações no mercado aberto e os controles de capitais são abolidos (Loriaux, 1997).

---

[77] Em favor dessa hipótese, desaparece o diferencial das taxas de juros francesas de curto e longo prazos com as taxas alemãs no início da década de 90. A principal vantagem para o setor privado é o menor custo do capital, que permite maiores investimentos e preserva a competitividade futura. Para o setor público, o maior financiamento externo permite a redução do serviço da dívida pública.

Os críticos dessa estratégia concordam que parece estar funcionando, pelo menos parcialmente, mas apontam o excessivo otimismo com os efeitos benéficos das forças de mercado e da maior credibilidade (Fitoussi *et al.* 1993):

- A maior credibilidade alcançada transmite-se sobretudo para os mercados financeiros, que se convencem de que a desvalorização não está na agenda do governo francês.

- A maior credibilidade não alcança o mercado de trabalho, no qual a moderação salarial efetivamente conquistada resulta do alto desemprego e das intervenções diretas no mercado de trabalho.[78]

- A desinflação é mais lenta do que a esperada, dada a prioridade das empresas em recuperar as margens de lucro em vez de reduzir dos preços, em especial a partir de 1986.

- A recuperação da margens de lucro das empresas e o menor custo do capital não se traduzem no esperado *boom* de investimentos privados na França.[79]

- A competitividade da produção francesa não aumenta conforme o esperado, como resultado desse comportamento conservador das empresas, permanecendo deficitária a conta corrente e elevado o desemprego.

Coerentes com seu diagnóstico, os críticos da estratégia macroeconômica de desinflação competitiva, reconhecendo a necessidade de preservar o SME para alcançar o objetivo político maior - a unificação monetária européia, apontam para a necessidade de romper com o imobilismo da política macroeconômica por meio de políticas de reestruturação (industrial, flexibilização do mercado de trabalho etc.) e, particularmente, por uma política fiscal ativa.

Antes de examinar as justificativas apresentadas pelos críticos para defender uma política fiscal ativa no contexto europeu, convém recuperar três de suas objeções à estratégia de desinflação competitiva que, apesar de relativamente

---

[78] No caso francês, o efeito disciplinador do alto desemprego é maior do que nos casos britânico e espanhol, nos quais predominam os efeitos histerese nos mercados de trabalho. Os efeitos histerese denominam todos os fatores que enfraquecem a influência moderadora da elevação do número de desempregados na formação dos salários, destacando-se a influência decrescente do desempregados de longo prazo ou "estruturais" nos acordos salariais. Para uma análise do tema, ver Blanchard (1991).

[79] O maior investimento privado, entre 1987-90, pode ser explicado pelo efeito acelerador da recuperação francesa e européia neste período.

abandonadas na avaliação do caso francês, podem ter importância decisiva em outros ambientes econômicos.

Em primeiro lugar, a importância decisiva da conjuntura internacional e, particularmente, da conjuntura européia, para explicar o sucesso ou fracasso relativos dessa estratégia. A conjuntura de 1987-90 é marcada pelo antichoque dos preços do petróleo e pela recuperação, favorecida por um nível de inflação baixo, das principais economias do mundo (exceto as da América Latina e da África). Neste contexto, baixam as taxas de juros nominais alemãs e recuperam-se o comércio e os investimentos europeus, sincronizando as recuperações nacionais e tornando mais suave o processo de convergência regional.

A conjuntura depois da unificação alemã altera substancialmente esse ambiente econômico, impondo maiores restrições às políticas econômicas nacionais dos demais membros do SME, quando o desemprego ainda permanece historicamente elevado em vários deles, como é o caso da França. A continuidade do processo de convergência passa a depender cada vez mais da parte mais frágil da estratégia de desinflação competitiva, qual seja, a suposta flexibilidade dos preços, podendo elevar dramaticamente os seus custos, a menos que, conforme a hipótese otimista também subscrita pelos críticos, concretizem-se os maiores investimentos privados permitidos pela recuperação da lucratividade empresarial.[80]

Em segundo lugar, a estratégia de desinflação competitiva pode desembocar numa crise financeira ou política, caso a elevação da pressão competitiva na economia resultar no fechamento de várias empresas, com impactos negativos no mercado financeiro e perdas significativas de postos de trabalho, em vez do comportamento adaptativo suposto pelos seus defensores.

Em terceiro lugar, o sucesso da maior competitividade internacional da economia alemã, o paradigma dessa estratégia, pode não estar na elevação da competitividade-preço de sua produção, mas na incessante procura de suas empresas em manter a competitividade mediante a crescente especialização produtiva e a permanente diferenciação de seus produtos. Vale dizer, a desinflação competitiva requer moeda forte mais liderança tecnológica e

---

[80] Note-se que os críticos não reclamam uma valorização do marco alemão no SME por julgá-la uma necessidade apenas transitória, que pode ser alcançada pelas forças de mercado, admitindo-se uma maior inflação alemã no período de transição (Fitoussi *et al.*, 1993). Apesar de ser inegável que essa solução permite uma melhor distribuição da gestão da política monetária na Europa, a maioria dos analistas descarta tal comportamento voluntário por parte do *Bundesbank*.

empresarial. Neste caso, o próprio sentido geral da estratégia de desinflação competitiva perseguida pela França é colocado em questão.[81]

Dessas considerações, pode-se retirar duas lições para as perspectivas de estratégias similares em outros países: primeira, seu sucesso relativo depende das condições iniciais, principalmente da conjuntura internacional; segunda, nessas condições, assumem particular importância a natureza e potencialidade da inserção internacional do país em questão e todas as medidas que as modifiquem, uma vez que a qualidade da resposta das empresas produtivas locais não é independente das condições de demanda e oferta externas.

Para encerrar essas breves considerações sobre a estratégia de desinflação competitiva, examinam-se, a seguir, as razões apresentadas por Fitoussi *et al.* (1993) na defesa de uma política fiscal ativa no contexto da unificação monetária européia (UME). Neste contexto, dois dos principais instrumentos de política econômica, as políticas monetária e cambial, não estão disponíveis para a gestão macroeconômica dos países membros no caso de choques assimétricos, que podem ter origem nos lados da oferta e da demanda.

Para os economistas do *mainstream* que defendem o estabelecimento de rígidas metas fiscais na transição para a UME e de estritos limites obrigatórios aos déficits depois desta transição, esses choques devem ser enfrentados pelo ajuste compensador dos preços, permitido pela crescente flexibilização dos mercados.[82]

Fitoussi *et al.* (1993) argumentam que deve existir um espaço para políticas fiscais nacionais na união monetária, contrastando o caso europeu com o americano. Os Estados Unidos são freqüentemente citados na literatura econômica como o melhor exemplo das potencialidades de uma união monetária, permitindo desenvolver mercados financeiros integrados e reduzindo drasticamente os custos de transação dentro do espaço econômico ampliado. No entanto, os Estados Unidos são uma federação, possibilitando que as suas regiões, afetadas por choques adversos, promovam seu ajustamento por três mecanismos principais: uma grande mobilidade regional

---

[81] Os defensores dessa estratégia argumentam que a competitividade extrapreço, cuja importância é por eles reconhecida, é reforçada pela modernização produtiva desencadeada pela maior concorrência no espaço nacional. A comprovação empírica confirmando essa modernização fica a cargo, paradoxalmente, da elevação das importações de bens de capital e de insumos, que pode ser simplesmente uma indicação de menores efeitos de encadeamento na economia nacional.

[82] Note-se que o "Pacto de Estabilidade", condicionalidade imposta pela Alemanha aos seus futuros parceiros na UME, assegura que os estritos critérios fiscais da transição, estabelecidos em Maastricht, permanecem operativos na UME, engessando permanentemente a política fiscal.

da mão-de-obra, a existência de estabilizadores fiscais automáticos e a ajuda federal para programas regionais de reestruturação econômica.

Nenhum dos três mecanismos está disponível para promover o ajustamento na UME. Os fatores culturais continuam a impedir a mobilidade intra-européia da mão-de-obra, situação que deve perdurar por um longo tempo. Não há estabilizadores fiscais automáticos e a ajuda regional é limitada pelo reduzido tamanho e intensa luta distributiva em torno do orçamento da UE.

Duvida-se, por outro lado, que os países europeus e seus eleitorados referendem políticas macroeconômicas fortemente recessivas, que abandonem quaisquer metas de produção e emprego, em nome da unidade européia. É mais pragmático admitir um espaço para a política fiscal nos ajustamentos a choques assimétricos. Além disso, com a integração dos mercados financeiros, não há *crowding out* relevante da política fiscal: sendo única a moeda de emissão de todos os títulos públicos, a formação das taxas de juros é geral e deve apresentar pronunciada tendência à queda, não sendo influenciada por emissões marginais de títulos nacionais. Nessas condições, a eficácia da política fiscal compensatória é plenamente restabelecida. A disciplina fiscal pode ficar, em boa medida, a cargo dos mercados financeiros, que devem elevar substancialmente os prêmios de risco dos devedores mais irresponsáveis, uma vez que é expressamente proibido ao futuro banco central europeu emitir moeda para socorrer as autoridades fiscais.

Conserva toda a validade o alerta de Fitoussi *et al.* (1993) aos seus colegas do *mainstream* da necessidade de descartar a visão conservadora da política econômica que informa a retórica da desinflação competitiva, na qual as autoridades fiscais são caricaturadas, a partir das contribuições dos teóricos da *public choice school*, perseguindo uma racionalidade corporativa no curto prazo, eleitoreira e não-cooperativa, o que lhes confere um forte viés inflacionário nessas contribuições.[83]

1.7 As Novas Faces da Restrição Externa

Nos itens anteriores, eventos diversos desafiam a fé do *mainstream* na prevalência dos fundamentos econômicos e nas tendências automáticas de equilíbrio da economia no longo prazo.[84] Para abreviar o espaço temporal da

[83] Sobre a pretensa originalidade da escola da escolha pública na ciência política, Orchard e Stretton (1997: 421) são contundentes: A literatura da escolha pública é original somente na medida em que nega a existência de qualquer consideração desinteressada pelo interesse público ou por um bom governo (grifos originais).

[84] Robert Solow, um laureado do Nobel, reconhece que uma das debilidades do *mainstream* é não conseguir ligar o curto prazo, que admite um papel para a gestão da demanda agregada, com o longo prazo. O próprio Solow flerta com a heterodoxia, indagando se as políticas do lado da demanda não podem, em certas circunstâncias, criar a sua própria oferta (Solow, 1997).

transição para o equilíbrio, a recomendação normativa do *mainstream* torna-se investir na elevação da credibilidade das autoridades monetárias por meio de regras que estabilizem as expectativas privadas, em que o grande desafio é não engessar a política cambial. Uma maior credibilidade permite comunicar claramente aos mercados cambiais as intenções do governo nestes mercados por intermédio da política monetária e das intervenções, estas últimas consideradas admissíveis quando desvios da trajetória julgada sustentável para a taxa de câmbio tornam-se significativos. A maior credibilidade ajuda, então, a reduzir os custos macroeconômicos da sustentação da paridade nos mercados cambiais e a evitar a formação de bolhas especulativas nesses mercados.

Essa recomendação choca-se contra uma dura realidade, bem-conhecida dos macroeconomistas da Periferia capitalista: apenas os EUA, e em menor grau, a Alemanha e o Japão, parecem possuir a necessária credibilidade de longo prazo para utilizar a política monetária para ancorar suas taxas de câmbio no curto prazo, segundo os objetivos de suas políticas nacionais de estabilização. Nos demais países, uma política monetária mais branda, unilateralmente adotada para minorar uma recessão, aumenta imediatamente as expectativas inflacionárias ou as possibilidades de uma desvalorização cambial. Para os países com menor credibilidade, a manutenção da estabilidade de suas taxas de câmbio necessita de apoio externo ou da imposição de restrições administrativas aos movimentos de capital.

Pode-se concluir desta resenha das contribuições do *mainstream* sobre a escolha dos regimes cambiais nos países desenvolvidos que um regime cambial intermediário, com taxas de câmbio relativamente fixas que oscilam dentro de bandas cambiais que podem ser ajustadas em certas circunstâncias, parece ser a escolha indicada pela maioria das análises. No final do período, com a crise do SME, aumenta a consciência de que podem haver custos macroeconômicos consideráveis na manutenção das taxas de câmbio fixas, ainda que seja escolhido esse regime intermediário, particularmente se adotadas bandas estreitas, tanto pelas dinâmicas financeiras privadas surgidas com as técnicas recentes de administração de carteiras, quanto pelos limites impostos às ações isoladas de cada banco central pela hierarquização do sistema monetário internacional.

Ressurgem notadamente os conhecidos dilemas, no curto prazo, entre a prioridade dada à luta contra a inflação *versus* a manutenção de uma competitividade internacional adequada ou o combate ao desemprego. Além disso, descobre-se que ataques especulativos, que impõem desvalorizações num parceiro comercial importante, podem desencadear ataques subseqüentes no país associado devido à perda de competitividade.[85] Esse contágio pode

[85] Como parece ter sido o caso nas desvalorizações de Irlanda e Portugal na crise do SME em 1992, que sofrem ataques especulativos somente depois das desvalorizações da Grã-Bretanha e da Espanha, respectivamente.

desencadear ataques especulativos que às vezes precedem a ocorrência de desequilíbrios macroeconômicos domésticos mais sérios.

Nas décadas de 70 e 80, as taxas de câmbio flutuantes e a globalização financeira permitem a acumulação de fortes desequilíbrios nos balanços de pagamentos de alguns países-chave do sistema monetário internacional, que depois conduzem a bruscas reviravoltas nas políticas econômicas da própria Tríade. Em várias análises do *mainstream*, postula-se que uma maior integração à globalização financeira permite aos países escolherem trajetórias para as variáveis reais consumo (poupança) e investimento relativamente independentes uma da outra, sujeitas unicamente a restrições no longo prazo, uma vez que a poupança externa pode fechar o hiato contábil.[86] O resultado da conta corrente torna-se residual, sendo expressão das identidades das poupanças.[87] Nesta interpretação, o balanço de pagamentos costuma se tornar determinado em última instância pela poupança pública (T – G), uma vez que a poupança e investimento privados são supostos corresponderem a decisões "racionais" e "otimizadoras". A restrição externa opera apenas no longo prazo, por intermédio de uma restrição orçamentária intertemporal, que deve atender aos requisitos de solvência ou sustentabilidade: a proporção dívida externa/PIB deve subir a uma taxa menor do que a diferença entre a taxa de juros reais internacional e a taxa de crescimento do PIB; caso contrário, o país tem que gerar superávits em conta corrente no futuro próximo (Currie e Levine, 1991).

Nos países submetidos a um regime intermediário para os movimentos de capitais, sem uma integração financeira plena, o rápido crescimento do estoque de dívida externa pode fazer surgir com maior rapidez a questão da sustentabilidade, em especial se os déficits em conta corrente não correspondem a novos investimentos geradores ou poupadores de divisas. Nesses casos, a restrição de liquidez (elevam-se as taxas de juros dos empréstimos internacionais) tende a agir muito antes da restrição de solvência,

---

[86] A partir dessa possibilidade, sempre limitada a determinados países e conjunturas financeiras, freqüentemente surge a proposição vulgar de que, num mundo caracterizado por elevada mobilidade do capital, a poupança e o investimento domésticos não mais necessitam estar fortemente correlacionados: as decisões de poupança são determinadas por fatores estruturais domésticos e as decisões de investimento dependem das oportunidades locais. Porém, os testes empíricos teimam em mostrar uma elevada correlação entre poupança e investimento domésticos, que pode ser atribuída a vários fatores: 1) à relativamente baixa mobilidade internacional do capital de longo prazo; 2) ao comportamento do próprio setor privado, no qual investimento e poupança são fortemente correlacionados devido à importância do auto-financiamento nas decisões de investimento; 3) à manutenção de metas oficiais ou extra-oficiais para a conta corrente, que obrigam as autoridades monetárias a tomarem medidas compensatórias diante dos resultados do balanço externo privado (Artis e Bayoumi, 1991).

[87] No enfoque da absorção, a conta corrente é definida como a diferença entre a renda e a absorção doméstica, podendo ser expressa pela identidade das poupanças, na qual a conta corrente é igual à soma das poupanças líquidas domésticas dos setores público e privado: CC = (S - I) + (T – G).

forçando a reversão da tendência ao aumento do déficit em conta corrente (Artis e Bayoumi, 1991). Reforça-se a argumentação de que a conta corrente é um bem público, uma externalidade na obtenção de empréstimos externos, que deve ser objeto de monitoramento e controle pelos governos, como parece ser, efetivamente, a prática de muitos países.

Mesmo para países plenamente integrados na globalização financeira, como a Grã-Bretanha, a restrição externa pode surgir antes de atingidos os limites da solvência, na forma de redução da credibilidade, vale dizer, diminui a credibilidade na manutenção de uma política monetária suficientemente restritiva para evitar uma desvalorização. Como o exemplo da Grã-Bretanha na década de 80 guarda algumas semelhanças com os casos latino-americanos na década de 90, convém examiná-lo brevemente.

Nas explicações oficiais da época, o déficit britânico em conta corrente é suposto ser temporário, resultante de um *boom* do investimento privado (a "Doutrina Lawson").[88] Bean (1991) examina as identidades das poupanças e comprova o aumento do investimento privado na década de 80, porém destaca que o traço mais marcante deste período é o declínio da poupança privada (compensada parcialmente pelo aumento da poupança pública), levantando três hipóteses principais para explicar este declínio: 1) o maior consumo permitido pelas facilidades de crédito, particularmente para a aquisição de imóveis; 2) o maior consumo em resposta à elevação da renda permanente devida à redução dos impostos e ao crescimento da renda real; e 3) o maior consumo graças ao efeito-riqueza associado à forte inflação nos preços dos ativos.

Segundo Bean (1991), permanece controversa a questão se os déficits externos britânicos podem ser considerados temporários e reversíveis, uma vez que há relativo consenso de que podem ser financiados no médio prazo. Nesta discussão, a hipótese crucial dos otimistas é que os eventuais efeitos *crowding out* das taxas de juros reais internas mais elevadas não são importantes, porque as restrições para tomar empréstimos externos são poucas e a reversão automática do *boom* de consumo (com a elevação das taxas de juros) resolve o expressivo déficit em conta corrente. Os pessimistas argumentam que a recessão e a apreciação da libra, no início da década de 80, destruem parte da capacidade de oferta da economia britânica e o enfoque das elasticidades, com sua ênfase nas equações de exportações e importações, continua a explicar melhor o desempenho do balanço de pagamentos britânico e a restrição

[88] Essa visão passa a ser denominada "Doutrina Lawson", por ser a posição defendida publicamente pelo ministro das Finanças do governo Thatcher, Nigel Lawson, entre 1987-88. Lawson minimiza o problema dos crescentes déficits em conta corrente associados à valorização da libra esterlina, afirmando que não devem se constituir em motivo de preocupação por serem voluntariamente financiados por entradas de capitais privados, estando as contas fiscais equilibradas.

externa potencial. Todos concordam que as expectativas sobre a intensidade da restrição externa influenciam tanto a política econômica quanto o comportamento do setor privado. Vale dizer, a restrição externa pode permanecer apenas latente, "disciplinando" permanentemente a política econômica. Neste caso, a suposta superioridade da liberalização financeira como forma de permitir o acesso a fontes mais baratas de financiamento do crescimento pode ser ilusória: o setor privado produtivo torna-se extremamente cauteloso com as conseqüências de um possível descasamento de ativos e passivos multimonetários, notadamente em prazos mais longos, fugindo das imobilizações em capital fixo. Pode-se pagar, neste caso, um preço elevado em termos de crescimento e emprego perdidos no longo prazo.

No início da década de 90, sabe-se que a escolha do regime cambial e a estratégia macroeconômica perseguida influenciam decisivamente a maneira pela qual os mercados de câmbio se comportam. Aprende-se que não há sinais que permitam prever sem ambigüidade as crises cambiais, isto é, os ataques especulativos que forçam a desvalorização da moeda ou que obrigam as autoridades monetárias a defender a paridade por meio de elevações substanciais das taxas de juros ou intervenções nos mercados de câmbio (Eichengreen, Rose e Wyplosz, 1995).

Na crise do SME de 1992-93, por exemplo, os fundamentos não permitem prevê-la e também não são importantes para explicar a credibilidade antes gozada e depois perdida na defesa das paridades regionais. Antes dessa crise, as autoridades monetárias européias perseguem políticas macroeconômicas que são julgadas consistentes com a manutenção das paridades, porém a elevação do desemprego e a probabilidade cada vez maior dos governos conservadores perderem as eleições, resultados colaterais até certo ponto inesperados dessas políticas, aumentam a desconfiança dos mercados financeiros de que alguns desses governos abandonem o compromisso com a defesa das paridades para perseguirem políticas monetárias mais acomodatícias, comprometendo o esforço de maior convergência suposto pelo Tratado de Maastricht. Os mercados, em determinado momento, antecipam essa mudança nas políticas econômicas e a credibilidade descola-se de seus supostos fundamentos econômicos. Nestas ocasiões, até mesmo mercados financeiros amplos, integrados e eficientes podem reagir de modo contraditório a sinais enviados pelos bancos centrais, como o comprova a crise do SME. Resume-se sucintamente a impotência do *mainstream* nestas conjunturas na citação a seguir, que reflete os limites da hipótese hegemônica de expectativas racionais, base angular de toda sua ênfase na credibilidade, quando se confronta com o caráter demasiadamente aberto e indeterminado da formação dessas expectativas no mundo real, produzindo uma variedade de resultados possíveis: Há alguma evidência de que o que move o mercado muda de tempos em tempos. (Williamson , 1993: 191)

Ainda assim, cabe reconhecer que as autoridades monetárias podem ter sucesso e vencer as crises cambiais. Em particular, um compromisso das autoridades econômicas em monitorar a evolução dos fundamentos e assegurar uma trajetória sustentável para a taxa de câmbio, evitando uma concentração excessiva nas metas internas, pode desestimular as formas mais nocivas de especulação nesses mercados (Allsopp e Chrystal, 1989). A regra básica é evitar a defesa de taxas cambiais julgadas claramente desalinhadas pelos mercados, mudando quando necessário as paridades centrais nos regimes de bandas, de preferência para valores dentro da banda anterior, evitando assim recompensar excessivamente os especuladores (Williamson, 1993). A cooperação internacional, ainda que na forma branda de intervenções conjuntas dos bancos centrais envolvidos, pode defender as cotações cambiais de ataques especulativos em várias circunstâncias.

Cabe destacar no final desta breve resenha que embora haja consenso no *mainstream* de que a determinação da taxa de câmbio depende, no curto prazo, dos fatores financeiros e de que os fatores reais são dominantes no longo prazo, os problemas de competitividade internacional, associados aos últimos, permanecem os mais intratáveis, desafiando as soluções propostas por esse consenso, especialmente nas situações em que coexistem com uma inflação acima da média dos principais rivais comerciais. Nestes casos, alguns economistas do *mainstream* admitem que os desequilíbrios na conta corrente do balanço de pagamentos podem ser sintomas de problemas mais profundos, cujo diagnóstico requer um exame específico dos regimes nacionais de acumulação para propor intervenções públicas que possam contribuir na sua superação. Não é de surpreender que os problemas de competitividade permaneçam os mais intratáveis: indiscutivelmente, há uma maior volatilidade e incerteza nos seus determinantes no ambiente internacional contemporâneo, em que convivem simultaneamente uma revolução tecnológica-produtiva (a Terceira Revolução Industrial), a globalização produtiva e financeira, e uma forte instabilidade das taxas de câmbio.

PARTE II. A CONSTRUÇÃO DO CONSENSO DE WASHINGTON

2. OS PROGRAMAS DE AJUSTAMENTO DO FMI

Introdução

Os programas de ajustamento propostos pelo FMI para os países em desenvolvimento baseiam-se principalmente numa tradição oral cultivada dentro da instituição. As publicações internas disponíveis sobre os seus fundamentos teóricos são, até meados dos anos 80, escassas. Porém, a linhagem teórica desses programas e suas principais conseqüências tornam-se bem conhecidas na América Latina, após seus fracassos entre 1982-85.[89]

No início da segunda metade da década de 80, como conseqüência do seu envolvimento prioritário com os países em desenvolvimento altamente endividados entre 1982-85, o FMI encontra-se sob intensa pressão de países-membros devedores, representados pelo G-24, e enfrenta o escrutínio de economistas de diversas escolas e instituições, a maioria endereçando fortes críticas à sua atuação.[90]

Torna-se notória a insatisfação de vários economistas com o estado da economia política do sistema monetário internacional em diversos temas de interesse dos países em desenvolvimento: os pobres resultados dos programas de ajustamento externo adotados nos últimos anos, principalmente para os países em desenvolvimento altamente endividados; a forte instabilidade macroeconômica da economia internacional, associada aos regimes de taxas de câmbio flutuantes adotados pela Tríade; o unilateralismo dos EUA e a descoordenação das políticas macroeconômicas no G-7 até 1985; a falta de alternativas para fornecer liquidez internacional aos países em desenvolvimento (a solução da década de 70, a privatização do financiamento do balanço de pagamentos, havia se revelado um fenômeno temporário); e o impasse no processo de renegociação das dívidas externas dos países em desenvolvimento (Bird, 1990b).

O monitoramento das políticas econômicas dos países membros que afetam o sistema monetário internacional, especialmente as taxas de câmbio, é a principal responsabilidade do FMI (Mussa, 1997). A desordem no sistema monetário internacional e a impotência do FMI em influenciar as políticas econômicas dos seus principais membros acarretam um crescente descrédito à instituição que, não obstante, continua com a responsabilidade de

---

[89] Os programas do FMI são situados no contexto dos modelos teóricos de ajustamento externo por Meller (1989) e Zini Jr (1993). Bacha e Rodríguez Mendonza (1986) oferecem uma amostra das críticas dos economistas latino-americanos às conseqüências da adoção desses programas, uma vez deflagrada a crise do endividamento.

[90] A ação do G-24 encontra-se documentada em Group of Twenty-Four (1986). Para uma crítica devastadora ao FMI, que teve impactos práticos, ver Cornia, Jolly e Stewart (1987).

supervisionar o ajustamento externo dos países em desenvolvimento à crise do endividamento após 1985, quando é anunciado o Plano Baker.[91]

Em fevereiro de 1987, técnicos dos Departamentos de Pesquisa do FMI e do Banco Mundial reúnem-se para discutir como somar esforços nas duas instituições multilaterais para assegurar que o ajustamento à crise do endividamento resultasse em crescimento econômico sustentado, conforme acenado pelo Plano Baker (Corbo, Goldstein e Khan, 1987). Os programas de ajustamento do FMI recebem, nessa ocasião, uma defesa fundamentalista, duramente criticada por vários debatedores convidados.[92]

Às pressas, os técnicos do Departamento de Pesquisa do FMI divulgam um novo estudo (IMF, 1987), contendo uma versão atualizada dos fundamentos teóricos e dos instrumentos recomendados de política econômica nos programas de ajustamento, colocando maior ênfase nas políticas de oferta para recuperar o crescimento econômico. Nos quatro itens a seguir, primeiro, descrevem-se os fundamentos teóricos; segundo, os instrumentos de política econômica; terceiro, as políticas de oferta presentes neste estudo; e quarto, conclui-se com uma avaliação dos impactos dos programas do FMI.

2.1 Fundamentos Teóricos

O uso dos recursos do FMI está ligado à adoção de um programa de ajustamento que impõe condicionalidades à política econômica do país demandante, cujo foco é o balanço de pagamentos: os programas de ajustamento são pacotes de medidas de política econômica destinados a atingir um resultado sustentável no balanço de pagamentos no médio prazo. Após a crise mexicana, em agosto de 1982, os programas do FMI tornam-se um pré-requisito indispensável para os países em desenvolvimento altamente endividados obterem financiamentos multilaterais e privados.

Em princípio, o FMI deve distinguir entre problemas de balanço de pagamentos "temporários" e "estruturais". Nos últimos, o desequilíbrio se localiza no lado da oferta e o ajuste exige estímulos à oferta e financiamento externo adequado no período de transição, demandando prazos certamente mais longos do que os

---

[91] Note-se que a desculpa usual do FMI para justificar sua passividade frente às políticas cambiais do G-7 - "a dominância dos objetivos domésticos na determinação das políticas econômicas nacionais" (Mussa, 1997: 30) -, tem sido desafiada há longo tempo por análises que enfatizam a subordinação da instituição à estratégia americana para recuperar sua hegemonia na década de 80. Para contribuições nacionais recentes, ver Nogueira Batista (1994); Tavares e Fiori (1997).

[92] Os programas do FMI são defendidos por um alto funcionário da instituição que afirma haver uma "fundamental complementaridade" entre os programas do FMI e o crescimento econômico (Guitián, 1987). Entre os debatedores que expressam sua decepção com a exposição encontram-se, entre outros, John Williamson, Michael Bruno e Gerald Helleiner.

dezoito meses oferecidos pelos empréstimos *stand-by*. Na primeira metade da década de oitenta, essa distinção é ignorada e todos os programas de ajustamento do FMI concentram-se fundamentalmente nas medidas de redução da demanda agregada no curto prazo.

Entre 1982-86, os países da América Latina assinam 25 programas *stand-by* e seis programas *Extended Fund Facility* com o FMI, mas poucos conseguem cumprir as metas estipuladas.[93] As condicionalidades desses programas envolvem o monitoramento trimestral das reservas, do crédito interno e do déficit público, sendo as demais variáveis indicativas, inclusive a inflação.

Segundo o IMF (1987), a estrutura básica de todos os programas de ajustamento, conhecida como programação financeira, compreende um conjunto restrito de identidades contábeis e de relações que fornecem o comportamento dos agentes, ligando os ativos e passivos do sistema bancário ao resultado do balanço de pagamentos. Vale dizer, na programação financeira, um eventual desequilíbrio no balanço de pagamentos é fundamentalmente um fenômeno de descontrole monetário e, portanto, interno ao país em questão.

Esse enfoque, cujas origens encontram-se nos estudos desenvolvidos pioneiramente no próprio FMI (Polak, 1957), é substancialmente expandido na Universidade de Chicago nas décadas de 60 e 70, tornando-se conhecido como o enfoque monetário do balanço de pagamentos (EMBP).[94]

Com taxas de câmbio fixas, a principal identidade do EMBP liga o resultado do balanço de pagamentos ao estoque de moeda, distinguindo-se entre moeda (base monetária) e crédito interno:[95]

$$BP = \Delta R = \Delta M - \Delta CD, \qquad (1)$$

sendo BP o balanço de pagamentos, R o valor das reservas internacionais líquidas em moeda nacional em poder do banco central (simplificadamente, supõe-se que este detém todos os ativos externos do país), M o estoque de

---

93 A *Extended Fund Facility*, criada em 1974, permite a extensão dos prazos (36 meses) e dos montantes dos empréstimos. Na década de 80, a *Enlarged Policy Access* aumenta substancialmente o volume de recursos à disposição dos países altamente endividados.

94 O EMBP encontra-se desenvolvido em Frenkel e Johnson (1976) e IMF (1977).

95 A apresentação tradicional do EMBP na versão do FMI supõe um regime de taxas de câmbio fixas, que pode ser considerado uma hipótese adequada para os países em desenvolvimento, que efetivamente têm uma forte preferência por regimes com taxas de câmbio fixas ou com alguma forma de indexação da taxa de câmbio (*crawling peg*). Num regime de taxas de câmbio flexíveis, o EMBP prevê que o aumento do crédito doméstico e da oferta de moeda levam à depreciação proporcional da moeda nacional e a um aumento correspondente dos preços internos, não afetando o nível da produção de equilíbrio.

moeda e *CD* o estoque líquido de ativos domésticos (excluídos os depósitos) do sistema bancário, equivalente ao crédito doméstico.[96]

Para defender a taxa de câmbio, o banco central deve comprar ou vender divisas em troca de base monetária, vale dizer, a oferta de moeda é endógena. A política do banco central determina se a criação de moeda é gerada por superávits no balanço de pagamentos ou por expansão do crédito interno. A principal conclusão operacional desse enfoque é que um déficit persistente no balanço de pagamentos é sempre o resultado de políticas monetárias permissivas, responsáveis por um crescimento "excessivo" do crédito doméstico (toda expansão do crédito interno que ultrapasse o montante garantido pela variação das reservas internacionais é considerada "excessiva").[97] Logo, um programa de ajustamento pode ser implementado fixando-se metas para a variação do crédito doméstico.

O EMBP é indiferente sobre a contribuição específica de cada uma das contas do balanço de pagamentos (conta corrente e conta capital) para o ajustamento. Como se mostra a seguir, na discussão sobre política cambial, o FMI não partilha dessa indiferença: a questão prática relevante no ajustamento é que os déficits em conta corrente julgados "sustentáveis" pelos credores externos, oficiais e privados, são bem menores do que os registrados anteriormente à crise do endividamento pelos países em desenvolvimento.

O essencial do ajuste proposto pelo FMI concentra-se na redução dos déficits em conta corrente, tornando-o compatível com a projeção do volume de financiamento externo disponível.[98] A posição oficial do FMI é que não pode influenciar esse volume, constituído pelo montante de fluxos de capitais privados somados aos oficiais. Assim sendo, o ajustamento de curto prazo para a conta corrente é, em boa parte, imposto pelas circunstâncias internacionais.[99] Essa posição releva duas questões essenciais: primeira, a

---

[96] Note-se que se supõe que o banco central segue uma regra automática como emissor, compensando mudanças nas reservas internacionais com variações em seus ativos domésticos líquidos.

[97] É óbvia a inadequação desse enfoque para explicar os desequilíbrios nos balanços de pagamentos dos países em desenvolvimento, tomando-se em conta o cenário internacional de 1979-85, sendo o alvo da maioria das críticas endereçadas ao FMI. Para estas críticas, ver Killick (1990).

[98] Na segunda metade da década de 80, a necessidade de assegurar um financiamento externo *ex ante* compatível com o desequilíbrio externo passa a ser explorado pelos bancos comerciais, que insistem em obter termos mais favoráveis dos países devedores para desbloquear as negociações com o FMI (Polak, 1991).

[99] Com a eclosão da crise do endividamento, o FMI assume o papel de intermediário nas negociações entre bancos credores e países devedores, impondo algumas condições a ambas as partes: 1) os países devedores devem adotar programas de ajustamento para efetuar os pagamentos totais do serviço dessa dívida; 2) os bancos credores devem fornecer financiamentos adicionais como parte de um pacote financeiro que engloba recursos do FMI e de outras fontes, oficiais e multilaterais. Logo a seguir, o FMI assume definitivamente o papel de "xerife" do

forte assimetria entre credores e devedores no ajustamento proposto, agravada pelo fato de que são as políticas econômicas dos países credores, notadamente as dos EUA, que provocam a forte deterioração da conjuntura internacional entre 1979-85; e segunda, a recusa do G-7 em criar liquidez internacional especificamente dirigida aos países em desenvolvimento durante toda a década de 80. Nessas condições, os programas do FMI tornam-se essencialmente deflacionários.[100]

Na programação financeira, a conta corrente é obtida pelo enfoque da absorção:[101]

$$CC = Y - A, \qquad (2)$$

representando CC a conta corrente, Y a produção interna nominal e A a absorção doméstica, isto é, o gasto interno em bens e serviços (consumo, investimento e gastos líquidos do governo).

Por sua vez, a variação das reservas internacionais, uma das metas sujeitas ao monitoramento trimestral, depende do resultado da conta corrente e do financiamento externo líquido disponível:

$$\Delta R = CC + \Delta F, \qquad (3)$$

sendo ΔR a variação de reservas e ΔF o financiamento externo líquido disponível.

A ligação entre as variáveis monetárias e a renda nominal é feita supondo-se que uma função demanda por moeda estável e dependente, simplificadamente, da renda nominal. Além disso, assume-se o equilíbrio entre a demanda e a oferta de moeda, isto é, o equilíbrio dos fluxos no mercado monetário:

$$M^D = M = k\,Y, \qquad (4)$$

sendo M^D a demanda por moeda e k o inverso da velocidade-renda da moeda.

Para grande parte dos economistas, a hipótese de que a demanda por moeda tem uma relação estável ou previsível com um número limitado de variáveis (na prática, com a renda real e o custo de oportunidade de manter moeda), permitindo que uma mudança nas condições internas de crédito tenha efeitos

---

processo de ajustamento dos países em desenvolvimento não apenas à nova conjuntura financeira internacional, mas especialmente à nova direção ideológica dos seus principais países membros, especialmente os EUA e a Inglaterra.

[100] Essas críticas são subscritas até por ex-técnicos do FMI, como Buira (1995).

[101] Para uma apresentação mais detalhada desse enfoque, ver Ziní Jr. (1993) e Meller (1989).

previsíveis sobre o balanço de pagamentos, uma hipótese-chave na programação financeira, não tem suficiente amparo empírico.[102] Em minoria, os técnicos do FMI afirmam que há evidência suficiente dessa estabilidade ou previsibilidade na literatura econômica.[103]

Obtém-se, combinando as fórmulas de (1) a (4), a seguinte expressão para a conta corrente:

$$CC = k \,.\, Y^* - (\Delta CD + \Delta F^*), \qquad (5)$$

pela qual um déficit em conta corrente (um excesso de gasto interno em relação à produção) corresponde sempre a um excesso de oferta de crédito doméstico (uma vez que Y^* e ΔF^* são variáveis exógenas, isto é, fora do controle das autoridades monetárias). Para obter a estimativa de Y^*, é necessário estimar previamente as taxas de inflação e de crescimento interno. Como regra geral, nos programas assinados entre 1982-84, o FMI simplesmente cortava arbitrariamente a primeira pela metade, resultando no não cumprimento das metas fixadas para o crédito interno logo no início desses programas. A taxa de crescimento interno é obtida por meio de nova equação de comportamento, ligando um certo volume das importações à renda real:

$$IMV = \alpha.y^*, \qquad (6)$$

sendo IMV o volume das importações, y^* a renda real e α uma elasticidade-renda das importações. O valor das importações (IM) é obtido multiplicando o volume das importações por seus preços, dados e exógenos.

Busca-se na equação (6), num exercício iterativo, o nível de renda real que satisfaz um valor das importações consistente com uma meta para as reservas e uma estimativa de entrada líquida de capitais. Para determinar o valor das importações, supõe-se simplificadamente que:

---

[102] A hipótese de que mudanças no crédito interno reflitam-se totalmente em mudanças nas reservas é considerada problemática pelos próprios técnicos do FMI. Os técnicos defendem que a visão do FMI sobre o mecanismo de transmissão, pelo qual se efetua o ajuste do balanço de pagamentos a qualquer tipo de choque (por exemplo, uma mudança no crédito interno), é "eclética" e de longo prazo. As relações monetárias entre as variáveis podem ser fornecidas por hipóteses "keynesianas" (salários e preços rígidos, por exemplo). Porém, esta não é a distinção relevante entre monetaristas e keynesianos sobre os mecanismos de transmissão da política monetária. Ver, para a defesa dos técnicos, IMF (1987: 18-24) e, para a distinção entre monetaristas e keynesianos, Goodhart (1989: 263-91).

[103] Os técnicos admitem que é impossível assumir essa estabilidade no curto prazo ou nos regimes de alta inflação, que caracterizam vários países latino-americanos na década de 80. Porém, desprezam a evidência empírica já acumulada, demonstrando que a estabilidade da demanda por moeda entra em colapso mesmo nos principais países desenvolvidos na década de 80. A partir daí, enfraquecem-se as bases empíricas da doutrina monetarista, que pretende estabelecer uma relação previsível entre monetários agregados e renda nominal (Goodhart, 1989).

$CC = X - IM,$

obtendo o valor das importações da expressão:

$$|IM| = \Delta R^* - (X^* + \Delta F^*), \qquad (7)$$

sendo ΔR^* a meta para as reservas, ΔF^* a estimativa da entrada líquida de capitais e X^* as exportações, projetadas com base em estimativas do crescimento da renda mundial e dos seus preços. Note-se que, neste exercício, os preços e o volume das exportações são exógenos, dissociados do crescimento da demanda interna e das estratégias empresariais e nacionais, em franco contraste com inúmeras teorias contemporâneas do comércio internacional. Naturalmente, o resultado é aumentar o peso das "forças de mercado" na determinação das exportações.

O princípio básico da programação financeira estabelece que o déficit em conta corrente pode ser reduzido e, *ceteris paribus*, as reservas internacionais aumentadas, por uma menor absorção ou maior produção doméstica. Os técnicos do FMI admitem que, na prática, é mais fácil reduzir a absorção doméstica do que elevar a produção e, outro atrativo, estas políticas surtem efeito rapidamente. A redução do crédito doméstico em (5) é o instrumento principal para obter este resultado, que não necessita ser recessivo acaso os preços sejam flexíveis.

A arraigada convicção dos técnicos do FMI de que um déficit no balanço de pagamentos reflete geralmente um excesso de demanda agregada - sendo as pressões inflacionárias que costumam acompanhar esses déficits uma evidência adicional em favor dessa tese, justificando a ênfase nas medidas de contenção da demanda nos programas de ajustamento -, permanece incólume a todas as críticas até nossos dias (Bird, 1996). Problemas que afetam a conta corrente, particularmente as exportações, como baixa competitividade, especialização internacional desfavorável e protecionismo nos países desenvolvidos, que podem causar graves dificuldades setoriais, são convenientemente transformados em incompetência dos governos locais.

Para os países altamente endividados da América Latina, ao supor que todos os problemas de balanço de pagamentos são devidos ao excesso de absorção interna, os desequilíbrios macroeconômicos causados pela crise do endividamento são pobremente analisados em termos dinâmicos.[104]

---

[104] Os economistas latino-americanos críticos do CW destacam as ligações dinâmicas entre choques externos, fatores internos e características estruturais dos países latino-americanos, como se mostra nos capítulos 6 e 7.

Em apresentações mais recentes do enfoque do FMI, aparece a defesa de uma determinada seqüência no ajuste, supostamente ditada pela experiência: a prioridade imediata deve ser a estabilização macroeconômica; uma vez alcançada, devem ser implementadas as "políticas estruturais" para aumentar a eficiência e a capacidade produtiva da economia, assegurando a retomada sustentada do crescimento (Frenkel e Khan, 1993).

2.2 Instrumentos de Política Econômica: Política Monetária e Política Fiscal

Aceita a hipótese crítica, a redução dos déficits em conta corrente pode ser obtida com a contração do crédito interno aos setores público e privado. Neste momento, a política fiscal costuma ser introduzida na programação financeira, através da restrição orçamentária do setor público:

$$G - T = DP, \qquad (8)$$

sendo G os gastos públicos e T as receitas públicas, a diferença representa o déficit público; DP representa os empréstimos concedidos ao setor público, internos e externos.

Nos exercícios de programação financeira, estimam-se, inicialmente, as variáveis CC, ΔF^* e Y^*. Destas estimativas, pode-se calcular os dois outros principais critérios de desempenho de um programa aprovado pelo FMI, além da meta para as reservas internacionais. Primeiro, a expansão permitida para o crédito interno (ΔCD), que deve ser dividida entre empréstimos ao setor público e ao setor privado. A seguir, estipula-se a parcela máxima destinada a financiar o déficit público ($G - T$), para assegurar um espaço mínimo ao financiamento do setor privado. Em geral, o déficit público é diagnosticado pelo FMI como a principal fonte da criação excessiva de crédito interno, devendo dar a contribuição principal à austeridade monetária.[105]

Para o FMI, as políticas macroeconômicas restritivas, monetária e fiscal, diminuem a demanda agregada e reduzem imediatamente o desequilíbrio externo em conta corrente.[106] Nos programas de ajustamento, as negociações sobre o *mix* das políticas monetária e fiscal, assegurando o desempenho macroeconômico desejado, são as mais conflituosas, uma vez que o FMI costuma assumir que anteriormente houve um excesso de criação monetária-creditícia que deve ser corrigido imediatamente.

---

[105] Nos modelos teóricos simplificados, a intensidade dos gastos público e privado em importações é suposta ser igual, tendo a sua redução efeitos equivalentes na balança comercial no curto prazo.

[106] O tamanho e a duração do efeito deflacionário dependem, entre outras coisas, da rigidez dos preços e salários, do grau de capacidade ociosa na economia, da elasticidade-juros do investimento e do estado das expectativas.

Nos efeitos esperados da política monetária sobre a demanda agregada e o balanço de pagamentos, o fato estilizado julgado relevante pelo estudo do FMI, para os países em desenvolvimento, é que as autoridades monetárias podem influenciar a oferta de moeda e o crédito bancário total ao setor privado não financeiro, através do controle da base monetária e das reservas dos bancos comerciais. Assume-se que há controles aos movimentos internacionais de capitais, não há operações de mercado aberto, as taxas de juros para depósitos e empréstimos bancários são fixadas administrativamente abaixo das do "mercado paralelo", hipóteses que impedem a oferta monetária de tornar-se endógena. A tese é que os sistemas financeiros mais rudimentares dos países em desenvolvimento tornam mais direta a ligação entre a política fiscal, a oferta de moeda e o nível dos preços, referendando a opção por uma âncora monetária. Essa tese claramente não corresponde à situação dos grandes países da América Latina, que possuem sistemas financeiros mais sofisticados e uma formação indexada dos preços.

Segundo o estudo do FMI, a escolha da variável intermediária para a política monetária, o crédito interno ou a oferta de moeda, depende do regime cambial. Se houver uma forte integração entre os mercados de bens interno e internacional, de tal maneira que os preços domésticos sejam determinados pelos preços internacionais através da "lei do preço único", deve-se optar por limites ao crédito interno (controlando o déficit fiscal) e fixar a taxa de câmbio (neste caso, admite-se que a taxa de câmbio pode exigir uma desvalorização inicial para corrigir uma eventual valorização anterior). Esse *mix* melhora o balanço de pagamentos sem gerar pressões inflacionárias adicionais (os preços internos respondem apenas às variações na taxa de câmbio e mudanças nos preços internacionais). Admite-se que, com a taxa de câmbio fixa, o poder das autoridades monetárias para controlar os agregados monetários domésticos ou o crédito interno no longo prazo é muito limitado. Este poder é ainda menor quando existe uma substancial desintermediação bancária, acompanhada do desenvolvimento de um forte "mercado paralelo" de crédito.

Para a maioria dos países em desenvolvimento, a integração entre os mercados de bens doméstico e internacional é imperfeita por causa de barreiras comerciais e dos custos elevados de transação e transportes. Pode se criar um conflito entre as metas para a inflação e o balanço de pagamentos, uma vez que os preços domésticos vão responder não somente às mudanças na taxa de câmbio, mas também à liquidez da economia sancionada pelo banco central. Segundo o FMI, limitar o crescimento da oferta monetária ou das reservas bancárias é a solução mais apropriada nesse caso.

A escolha da variável de controle também depende da integração entre os mercados financeiros doméstico e internacional. O acesso aos mercados internacionais pode se tornar uma fonte adicional de créditos aos residentes e

aumentar as reservas internacionais. Nesse caso, os limites ao crédito interno são enfraquecidos e a melhor opção para as autoridades monetárias é limitar o efeito do crescimento das reservas pela esterilização (pela exigência de reservas bancárias mais elevadas, uma vez que a emissão de títulos da dívida pública não é considerada uma opção disponível).[107] A esterilização tem efeitos mais nocivos sobre os setores dependentes de crédito interno e sem acesso ao mercado internacional, como reconhece o próprio estudo.

O estudo destaca que há um *trade-off* entre a estabilidade dos preços e a flexibilidade da taxa de câmbio durante o programa de estabilização, em presença de fluxos de entrada de capitais ou de inesperados superávits em conta corrente. Nesses casos, pode ser necessário admitir uma maior flexibilidade da taxa de câmbio (leia-se valorização) para evitar as pressões inflacionárias, tornando-se difícil manter metas para a taxa de câmbio real.

Na programação financeira, a política fiscal é parte da política monetária, não tendo efeitos independentes sobre a demanda agregada e o balanço de pagamentos. O estudo do FMI reconhece que essa visão simplista da política fiscal deve ser modificada, uma vez que a redução do déficit público costuma exigir uma combinação de corte dos gastos e elevação das receitas públicas, cujo efeito sobre a oferta e demanda agregadas deve ser considerado. A nova visão da política fiscal significa, na prática, uma maior exigência de mudanças na composição dos gastos e receitas públicas nos programas de estabilização. O estudo incorpora tanto o debate sobre os efeitos indiretos (*crowding out* e *crowding in*) do gasto público nos gastos privados no lado da demanda agregada, quanto os efeitos sobre a oferta agregada, descritos a seguir.

Influentes personalidades do FMI destacam que, na segunda metade da década de 80, a política fiscal é o instrumento de política econômica que sofre uma mudança radical, em termos da condicionalidade. Segundo Polak (1991), o FMI abandona a tradicional neutralidade sobre os detalhes da política fiscal, preocupando-se com a qualidade do ajuste fiscal em termos de eqüidade, eficiência e infra-estrutura. Mussa (1997) enfatiza que o FMI sempre exige a "transparência fiscal", um elemento-chave para aumentar o apoio dos políticos e da opinião pública à consolidação fiscal, e torna-se cada vez mais antipático à idéia de utilizar a política fiscal para compensar as fases recessivas na economia. Pelo contrário, passa a destacar a possibilidade de fortes ajustes fiscais serem virtuosos mesmo no curto prazo, inspirados pelos exemplos

---

[107] Note-se que apesar de destacar que os fluxos de capitais podem ser de curto prazo e reversíveis, o estudo não contempla controles à entrada de capitais, mantendo-se o FMI como o fiel depositário dos interesses gerais dos credores e com sua oposição histórica aos controles cambiais.

europeus da Dinamarca e Irlanda na década de 80.[108] A única e notável exceção que o FMI parece admitir e aplaudir é o emprego da política fiscal discricionária para relançar a economia do Japão, como, por exemplo, entre 1994-95. Não por acaso, a aprovação do FMI à política fiscal expansiva japonesa coincide geralmente com as demandas do governo americano.

2.3 Políticas de Oferta: Política Cambial

Para compensar seu caráter recessivo, o controle da demanda agregada deve ser complementado por uma variedade de medidas que influenciam o lado da oferta, destacando-se a política cambial, que comparece tradicionalmente na programação financeira como uma política destinada a reorientar os gastos. A novidade é a presença suplementar das políticas "estruturais", como as políticas de preços, rendas, comércio exterior, financiamento, tributação e gastos públicos.

São essas medidas que se destinam a promover o crescimento e as exportações. Na linguagem do FMI, essas medidas mudam a composição dos gastos (*expenditure-switching*), em contraposição às políticas monetária e fiscal, destinadas a reduzir o gasto (*expenditure-reducing*). Há o reconhecimento dos técnicos que a sua integração no esquema teórico da programação financeira, no qual o crescimento é suposto exógeno, é *ad hoc*.

Porém, os técnicos do FMI reconhecem que essas políticas nem sempre asseguram os resultados macroeconômicos desejados. Como regra geral, envolvem profundas mudanças estruturais, seus efeitos são mais incertos e demorados, e os impactos na distribuição de renda são mais visíveis, despertando maior resistência política.[109]

O IMF (1987) reconhece que, desde a crise de 1982, vários países membros enfrentam desequilíbrios estruturais tão graves que não podem ser corrigidos pela combinação das políticas descrita acima, durante os prazos de vigência dos programas de ajustamento, sem enfrentar uma longa e profunda recessão, contrariando o disposto no Artigo 1 do seu Estatuto.[110] Nestes casos, o estudo do FMI defende a promoção de uma estratégia de médio prazo, cujo

---

[108] Parece ser difícil generalizar tais resultados para os países em desenvolvimento, já que a sustentação do crescimento nesses episódios é dado pelo aumento do consumo das famílias, incompatível com uma restrição externa dominante. Ver Cour *et al.* (1996).

[109] Há uma evolução rápida do ponto de vista oficial, que afirmava anteriormente não haver um *trade-off* relevante entre ajustamento e crescimento.

[110] Pelo Artigo 1, o uso dos recursos do FMI por um país membro deve ajudá-lo a superar seu desequilíbrio no balanço de pagamentos sem incorrer em condicionalidades que destruam a sua prosperidade nacional.

componente central é o aumento da capacidade de serviço da dívida externa: esses países devem manter sob estrito controle a demanda doméstica e o balanço de pagamentos enquanto renegociam a dívida externa com os credores privados e oficiais.[111] Procura-se ressaltar o papel "estratégico" das renegociações da dívida externa no processo de ajustamento. Em resumo, o FMI concorda com a estratégia de crescimento proposta pelo Banco Mundial: deve ser necessariamente orientada pelos sinais emanados dos mercados internacionais (*outward-oriented*), única forma de tornar compatível o equilíbrio externo e o crescimento nesses países. É importante destacar que essa estratégia é sujeita à falácia da composição, no caso dos países exportadores de *commodities* primárias e, com a globalização produtiva, das novas *commodities* industriais: a sua generalização costuma elevar a oferta e provocar a queda dos preços internacionais desses produtos, como se comprova nos últimos 15 anos.

Um dos principais instrumentos para induzir a necessária designação dos recursos internos em direção aos bens comerciáveis nessa estratégia é a taxa de câmbio. Segundo o FMI, as alternativas à utilização da taxa de câmbio como instrumento principal dessa designação (restrições sobre importações, impostos ou subsídios) são inferiores, exigindo a intervenção estatal, que quase sempre distorce os preços relativos e a alocação ótima dos recursos.

A dicotomia entre bens e serviços comerciáveis e não comerciáveis (*tradables* e *non tradables*) é o principal instrumento analítico para analisar os efeitos da política cambial sobre a conta corrente: mudanças na taxa de câmbio afetam a composição da demanda interna entre comerciáveis e não comerciáveis, uma vez que alteram os incentivos (os preços relativos) para a produção doméstica de comerciáveis.

Para alcançar as mudanças necessárias nos preços relativos, o enfoque adotado pelo FMI supõe que os preços dos bens e serviços não comerciáveis possam ser reduzidos (no caso de taxas de câmbio fixas) ou aumentar proporcionalmente menos do que os preços dos bens comerciáveis (no caso de taxas de câmbio flutuantes ou indexadas). Economistas latino-americanos apontam que esse enfoque tem falhas fundamentais, ignorando o comportamento das elasticidades pertinentes das exportações e importações, os mecanismos de indexação presentes na economia, os obstáculos colocados ao ajustamento macroeconômico (o ambiente macroeconômico) pela variação dos preços dos ativos e passivos financeiros das empresas e do governo, a velocidade diferenciada do ajuste entre oferta e demanda, além de não

---

[111] Em 1989, começa a operar no FMI a *Enhanced Structural Adjustment Facility*, que permite impor condicionalidades ampliadas, exigindo a implementação de políticas "estruturais" nos países em desenvolvimento de baixa renda, principalmente os situados na África, a outra grande clientela da instituição na década de 80 (Bird, 1996).

incorporar os efeitos sobre as expectativas dos agentes, particularmente aqueles engajados no setor produtivo. Na verdade, o requisito básico de um verdadeiro "ajustamento estrutural", o desenvolvimento de novos setores exportadores, é completamente negligenciado pelo FMI.

Diante da escassez do financiamento externo disponível, desvalorizações substanciais são uma das marcas dos programas de ajustamento do FMI na América Latina na década de 80.[112] Os resultados observados dessas desvalorizações são a queda no curto prazo da produção de bens não comerciáveis, principal responsável pela profundidade da recessão, e as fortes elevações da dívida pública e da inflação. No curto prazo, ajusta-se apenas o gasto total nessas economias. A modificação da composição da produção requer um prazo maior, dependente do comportamento do investimento, que por sua vez depende do próprio sucesso do ajuste macroeconômico, tornado mais difícil pela perda de controle sobre o endividamento público interno e a inflação (Eyzaguirre e Valdivia, 1989).

Na determinação do grau de falta de alinhamento da taxa de câmbio, o FMI reconhece que, por razões pragmáticas, na maioria dos casos baseia-se na evolução da taxa de câmbio efetiva real, a partir de um período recente julgado de "equilíbrio". Em outras palavras, o FMI assume a validade no médio prazo da regra da paridade do poder de compra, pressupondo existir uma grande flexibilidade de preços nos mercados de bens e de trabalho, apesar dos inúmeros choques reais por que passam as economias dos países em desenvolvimento.[113] Baseado nesse critério, episódios de explosão inflacionária prévios à negociação do programa de ajustamento exigem quase sempre substanciais desvalorizações nominais, concentradas no início do período de vigência do programa.[114]

O FMI concorda que uma desvalorização pode ter efeitos recessivos e inflacionários no curto prazo (para minimizar este último efeito, a exigência de desindexação salarial normalmente acompanha o programa). Porém, enfatiza que a mudança favorável nos incentivos econômicos (os preços relativos) para a produção de comerciáveis deve ser considerada o efeito mais relevante no

---

112 A evidência para os programas iniciados entre 1979-85 encontra-se em Bird (1996).

113 Como visto no Capítulo 1, a validade empírica dessa regra não se comprova.

114 Na década de 80, aumenta a ênfase do FMI em exigir medidas de política econômica prévias à aceitação da Carta de Intenções, para assegurar o cumprimento do programa. Uma desvalorização substancial da taxa de câmbio, concentrada no início do programa, é justificada pela necessidade de ajustar rapidamente a balança comercial, já que o fator dominante no programa de ajustamento é o volume de financiamento externo disponível.

médio prazo.[115] Esse efeito favorável pode ser potencializado com a adoção das políticas de oferta, descritas mais adiante.

Numa tardia concessão aos heterodoxos latino-americanos, o estudo reconhece que existem problemas especiais nos programas de ajustamento para os grandes devedores: uma desvalorização pode elevar o déficit fiscal, no caso do setor público ser o responsável pelo pagamento de parte substancial da dívida externa.[116] No entanto, recomenda compensar a elevação dos gastos públicos, devida ao maior pagamento do serviço da dívida externa em moeda nacional, com cortes compensativos nas demais rubricas de gasto, o que pode não ser viável politicamente. De qualquer maneira, a situação dos grandes devedores latino-americanos e a sua notória especificidade – o regime de alta inflação –, recebe atenção marginal no estudo do FMI e a "lição" retirada das experiências de estabilização heterodoxas destes países entre 1982-86 é de que:

> É difícil, mesmo com um pacote de políticas que incluem uma reforma monetária, eliminar a 'inflação inercial' sem um período prolongado de retração econômica. (IMF, 1987: 9)

O estudo do FMI não revela preferência por determinado regime cambial, desde que assegure uma competitividade adequada aos comerciáveis. Porém, é cético quanto à possibilidade dos países em desenvolvimento manterem taxas de câmbio fixas sem recorrer aos controles de câmbio, admitindo duas exceções:

- Quando o país é membro de uma união monetária, a taxa de câmbio fixa pode aumentar a credibilidade, evitar fugas de capitais, elevar o comércio exterior e fornecer uma influência estabilizadora sobre as políticas de gestão da demanda; nestes casos, a desvalorização da taxa de câmbio não costuma ser uma opção adequada.

- Em regimes de alta inflação, quando o plano de estabilização prevê uma reforma monetária, a fixação temporária da taxa de câmbio pode ser um instrumento necessário para apoiar o congelamento temporário dos preços e salários, outra concessão aos heterodoxos.[117]

---

[115] A evidência empírica não é favorável a essa tese: o ajustamento da América Latina entre 1981-84, quando é praticamente eliminado o déficit em conta corrente regional, ocorre geralmente pela redução da demanda agregada e não por mudanças na composição da demanda: os efeitos favoráveis do maior volume exportado são anulados pela deterioração dos termos de troca, fato convenientemente "esquecido" pelo FMI (Bianchi, 1987).

[116] A hipótese clássica do FMI é que a desvalorização em países em desenvolvimento tende a diminuir o déficit fiscal, dada a importância dos impostos sobre o comércio exterior nas suas estruturas tributárias. A estatização das dívidas externas inverteu essa hipotética relação virtuosa entre política cambial e fiscal. Ver a admissão implícita da miopia do FMI em Polak (1991).

[117] No Capítulo 8, trata-se do debate sobre a preferência entre os objetivos contraditórios de estabilidade e competitividade na escolha do regime cambial no próprio FMI e no BM na década de 90.

Finalmente, o FMI admite que países como a Argentina e o México, em que existem fortes preferências do público interno por ativos dolarizados, sofrem problemas específicos ligados à dinâmica de substituição de moedas. Por exemplo, uma desvalorização que preceda o programa de ajustamento, acaso julgada excessiva pelos agentes privados, pode criar sérios problemas de controle dos agregados monetários durante o programa, se houver um acentuado retorno de capitais especulativos em resposta ao *overshooting*.[118]

2.4 Políticas de Oferta: Políticas "Estruturais"

As políticas "estruturais" podem ser definidas como as medidas para melhorar a alocação dos recursos, elevar a eficiência da produção doméstica e a taxa de crescimento potencial da economia. Entre as medidas recomendadas para melhorar a alocação dos recursos e a eficiência da economia, duas exigências freqüentes estão presentes nos pacotes do FMI: a liberalização dos preços, especialmente dos preços agrícolas e dos subsídios aos alimentos, e a eliminação das restrições quantitativas ao comércio. A novidade, na década de 80 é o aumento do número de áreas consideradas problemáticas, destacando-se: 1) uma infra-estrutura inadequada; 2) a dependência das receitas de exportação de um ou dois produtos; 3) o aumento dos salários reais acima da produtividade; 4) a política tributária; 5) a composição dos gastos públicos; 6) a regulamentação excessiva do mercado financeiro.[119]

As instituições internacionais reconhecem que a retomada do crescimento dos países altamente endividados exige elevar a formação bruta de capital fixo e reduzir os superávits comerciais. A questão é como conciliar essas exigências com a manutenção do serviço das dívidas externas. As medidas recomendadas passam a ser: 1) elevar a produtividade interna; 2) incentivar o retorno dos capitais residentes expatriados; e 3) aumentar os empréstimos oficiais, satisfeitas determinadas condicionalidades e sempre valendo-se de uma análise caso a caso.

As medidas para elevar o crescimento da capacidade produtiva são aquelas que estimulam a elevação da poupança interna, pública e privada. O aumento da

---

[118] Essa preocupação comprova-se com os choques ortodoxos do Peru, em 1990-91, e da Argentina, entre março de 1990 e março de 1991. Demonstram, mais uma vez, que ajustes fiscais severos, políticas monetárias fortemente restritivas e grandes desvalorizações, mesmo contando com a entrada de capitais externos, são ineficientes para reduzir drasticamente a inflação e estabilizar economias sob regimes de alta inflação. O resíduo inflacionário ocasiona rápidas valorizações da moeda nacional, colocando as economias novamente numa trajetória de desequilíbrio e repondo a restrição externa (os capitais repatriados, atraídos pelas elevadas taxas de juros e desvalorização da moeda, revelam-se extremamente voláteis).

[119] Uma discussão mais aprofundada dessas "reformas estruturais" é realizada nos dois Capítulos seguintes.

poupança pública é alcançado pela redução do déficit fiscal e o da poupança privada pela combinação da elevação das taxas de juros reais e da liberalização do sistema financeiro privado.

Segundo o estudo, essas medidas demandam tempo para surtir efeito e exigem tanto a elevação dos investimentos nos setores novos quanto a contração do nível de atividade em outros. Há, portanto, impactos de curto prazo no nível de atividade, no emprego e na balança comercial, implicando estes últimos em maiores dificuldades para reduzir o déficit em conta corrente no curto prazo, dada a elevação prevista das importações, principalmente de bens de capital e insumos. A conclusão lógica é que as políticas de oferta demandam um maior financiamento externo, que deve ser alcançado, segundo o estudo do FMI, pelos processos de renegociação da dívida externa, pela normalização das relações com os credores e pelos incentivos para o retorno do capital expatriado.

2.5 Uma Avaliação Sumária dos Programas do FMI

Na segunda metade da década de 80, quando é divulgado este estudo do FMI, não há sinal de renovação do acesso do conjunto dos países em desenvolvimento aos créditos internacionais: os fluxos de entrada de longo prazo reduzem-se de US$ 77 bilhões líquidos em 1981, dos quais US$ 53 bilhões têm origem no setor privado, para US$ 16 bilhões em 1987, dos quais apenas US$ 2 bilhões provém do setor privado. Persistem as tendências deflacionárias para os preços das *commodities*, apesar da pequena recuperação em 1987-88.[120] As transferências líquidas da América Latina (fluxos líquidos de capitais menos serviços das dívidas) são fortemente negativas e os principais indicadores de solvência (as proporções dívida/PIB, dívida/exportações e serviço da dívida/exportações) continuam a crescer.[121] Os cortes das importações afetam o desempenho econômico e comercial de várias das economias da região, dada a significativa correlação entre os volumes exportados e a disponibilidade de importações. A persistência da restrição externa aumenta a disparidade nos ritmos de crescimento entre os países da região e os países em desenvolvimento do Leste e Sudeste Asiáticos, uma vez que há regressão na renda *per capita* regional. A formação bruta de capital fixo regride para níveis inferiores aos da década de 50 e permanece a instabilidade crônica das principais variáveis macroeconômicas. As crises fiscais permanecem insolúveis e a inflação em todos os grandes países da região

---

[120] No período do ajustamento mais intenso, 1982-84, 58% dos países em desenvolvimento tinham concentrada a maior parte de sua pauta de exportações nos produtos primários. Para os países em desenvolvimento de baixa renda, a proporção alcançava 71% (Bird, 1990b).

[121] Entre 1982-86, a América Latina remete sob a forma de juros mais de 5% do PIB regional e de 35% das receitas de exportações. O coeficiente dívida externa/exportações continua a aumentar, ultrapassando a marca de 4 em 1986 (Meller, 1989).

persiste elevada, sendo freqüentes os casos de inflação de três dígitos anuais. Alguns países encontram-se numa trajetória rumo à hiperinflação, destacando-se Argentina, Brasil e Peru.

Os longos processos de ajustamento aumentam substancialmente a influência das instituições de Bretton Woods sobre as políticas econômicas dos países em desenvolvimento, fato sem precedentes históricos. No final de 1988, o FMI mantém acordos com 41 países em desenvolvimento, com uma enorme cobertura geográfica das suas condicionalidades.[122] "Ajustamento" adquire o significado amplo de reformas das políticas econômicas e das instituições desses países para alcançar os equilíbrios interno e externo. As reformas recomendadas são aquelas que as instituições de Bretton Woods e seus principais países membros aprovam: o Consenso de Washington é, sobretudo, um processo demandado pelos credores. É notório que nem todos os países são tratados da mesma forma pelo FMI e pelo BM, atendendo aos interesses diferenciados dos seus principais controladores (Killick, 1990).

Quanto ao sucesso dos programas de estabilização do FMI, a evidência empírica oficial mostra que os programas *stand-by*, no curto prazo, melhoram os balanços de pagamentos, especialmente a conta corrente, e reduzem a inflação, apesar de também confirmar que há custos substanciais, expressos no declínio das taxas de crescimento. No longo prazo, espera-se que esses custos sejam gradualmente reduzidos e potencializados os efeitos positivos, associados à maior estabilidade macroeconômica (Khan, 1990).

Outra avaliação semi-oficial, mais recente, é menos condescendente: os programas do FMI melhoram a situação externa, mas poucos países recuperam o crescimento ou reduzem significativamente a inflação; o investimento agregado tende a cair, por causa do menor investimento público, ainda que o investimento privado tenda a subir (Fischer, 1997). Autores independentes destacam que o ajustamento interno mostra-se insustentável em vários países, principalmente na África e América Latina, onde os problemas são maiores e os exemplos de sucesso escassos (Killick, 1990).

Para a América Latina, entre 1982-86, são assinados 29 programas *stand-by* e 6 programas sob a *Extended Fund Facility*, que têm prazos maiores (três anos) para a assistência financeira. Grande parte desses programas são suspensos ou interrompidos em razão do não cumprimento das metas quantitativas internas, apesar da melhoria na balança comercial (Meller, 1988).

As principais críticas dos economistas latino-americanos aos programas do FMI compartilham várias das preocupações expressas nas páginas anteriores

---

[122] Ressalte-se que 25 desses países pertencem à África Subsaariana, refletindo a importância das instituições de Bretton Woods para a região.

(Cardoso de Mello e Belluzzo, 1983; Arellano, 1986; Meller, 1988; e Oliveira, 1993):

- O FMI aplica sempre a mesma receita em todos os lugares, ignorando as especificidades locais, especialmente as condições iniciais e as estruturas econômicas vigentes nos países em desenvolvimento. O cerne da crítica latino-americana é que o desequilíbrio externo regional inicial é um desequilíbrio de estoques-fluxos, causado pelos fortes choques externos e pelas opções da política econômica americana entre 1979-85, transformando-se num problema de solvência desses países quando se estabelece uma nova convenção dos credores privados pós-1982, levando ao conseqüente racionamento dos seus créditos. O enfoque tradicional do FMI é orientado para um desequilíbrio de fluxos, no qual a falta de liquidez é apenas transitória.

- A opção por uma âncora monetária nominal, precedida de uma forte desvalorização da taxa de câmbio, torna os programas demasiadamente recessivos e inflacionários.

- Em presença de racionamento dos fluxos de capitais privados externos, a política monetária fortemente restritiva, característica desses programas, além de não ajudar a equilibrar o balanço de pagamentos pela fórmula usual de maior entrada de capitais externos, conspira contra o ajuste fiscal e a retomada do investimento privado.

- As restrições de curto e médio prazos ao aumento da produção do setor de bens comerciáveis (tecnológicas, capacidade instalada e dinamismo da demanda externa) costumam ser subestimadas. Do ponto de vista estratégico, a política econômica do FMI não enfatiza a necessidade de completar o "ajuste estrutural", não preservando sequer os projetos exportadores em andamento em vários países da região, geralmente iniciados com o estímulo e apoio das instituições multilaterais na década anterior.

- Os programas agravam sobremaneira o desequilíbrio do setor público, o principal devedor externo. Por razões eminentemente ideológicas, subestima-se e debilita-se o papel do Estado na coordenação de um processo de ajustamento com crescimento.

- Os programas têm um impacto distributivo regressivo em sociedades que já são profundamente desiguais. Há problemas específicos no monitoramento desses programas, ignorando-se a dinâmica de curto prazo e estabelecendo-se metas trimestrais inviáveis.

- O fenômeno da "inflação inercial" e as suas conseqüências para a dinâmica de curto prazo são negligenciados no enfoque do FMI.

- Há uma clara assimetria internacional na distribuição dos custos do ajuste entre credores e devedores, situação tornada ainda mais injusta por serem os choques externos conseqüência de decisões de políticas macroeconômicas do G-7, principalmente dos EUA.

- As novas condicionalidades cruzadas, estabelecidas pela cooperação entre o FMI e o BM, são ainda mais exigentes do que as anteriores e com bases teóricas e empíricas ainda mais frágeis.

- A insuficiência do financiamento externo não permite a superação da crise, apesar dos enormes custos sociais dos programas. A percepção latino-americana é que o longo e custoso processo de ajuste externo não resolve os desequilíbrios iniciais, permanecendo um conflito claro entre pagar ou crescer, uma vez que a transferência de recursos ao exterior se dá em detrimento da acumulação de capital. Persiste o problema original, qual seja, tornar compatível a elevação das taxas de crescimento na região com um nível notoriamente insuficiente de financiamento externo disponível.

Finalmente, outros cientistas sociais constatam que numerosos programas de ajustamentos recomendados pelo FMI fracassam por causa das revoltas sociais que despertam, podendo levar a manifestações violentas e a quedas de governos. A aptidão dos Estados nacionais de implementar os programas de ajuste não é independente das estruturas políticas internas. A redução das atividades estatais pode ser incompatível com os interesses de certos grupos sociais e com a própria estrutura política dos países em questão. Há dois problemas específicos no ajuste fiscal dos países em desenvolvimento: a reduzida reversibilidade dos déficits, pela dificuldade em tributar, e a fragilidade das estruturas financeiras internas para financiar déficits fiscais elevados. Para assegurar um maior apoio da sociedade civil, as instituições multilaterais devem tornar o ajustamento da demanda mais gradual e, neste interim, aumentar a oferta, através de reformas estruturais e de investimentos produtivos. Obviamente, um maior volume de financiamentos externos é a condição necessária desse gradualismo (Lafay e Lacaillon, 1993).

Apesar do FMI protestar que não tem um "paradigma para o desenvolvimento", seus técnicos reconhecem que a característica mais importante dos pacotes de estabilização recentes é a ênfase no papel do mercado e dos preços relativos na alocação dos recursos, afirmando que a experiência comprova que a descentralização das decisões econômicas e o estabelecimento de preços realistas aumentam a eficiência da produção e dos novos investimentos (Frenkel e Khan, 1993). Alguns são muito mais enfáticos: o papel do FMI é prestigiar os reformadores internos nos países membros, uma vez que as

reformas estruturais favoráveis ao mercado são uma parte inseparável do CW, junto com a estabilidade macroeconômica (Fischer, 1997).

Vários autores de diferentes escolas concordam que, para a grande maioria dos países em desenvolvimento, um ajustamento diferenciado daquele recomendado pelo FMI parece ser necessário, dada a menor flexibilidade dos seus sistemas produtivos e sua maior instabilidade política (Bird, 1990b). No final da década de 80, esse consenso alternativo dos economistas especializados em desenvolvimento econômico encontra sérios obstáculos para ser posto em prática, como se nota nas declarações de um dos principais críticos das políticas do FMI, que se declara um "pessimista cauteloso" quanto às alternativas heterodoxas: não parecem existir, naquele momento, alternativas viáveis à ortodoxia representada pelas instituições multilaterais, restando a possibilidade de melhorias parciais, exigindo que tomem em conta a diversidade das experiências nacionais nos programas e coloquem uma ênfase maior no financiamento e no aumento dos prazos para corrigir os desequilíbrios externos, porém respeitando basicamente a visão de Mercado do "ajustamento estrutural" proposto pelas instituições multilaterais (Killick, 1990).

3. O BANCO MUNDIAL E AS REFORMAS ESTRUTURAIS

Introdução

Qualquer esperança quanto à possibilidade de uma autocrítica da ortodoxia dominante nas instituições multilaterais - permitindo as modestas melhorias parciais reclamadas por Killick (1990) e outros, tomando em consideração a diversidade das experiências nacionais e colocando uma maior ênfase no financiamento nos programas de ajustamento -, desaparece com a publicação do *Relatório sobre o Desenvolvimento Mundial (RDM) 1991* (Banco Mundial, 1991).

Antes de analisar o *RDM 1991*, convém recordar, da maneira mais breve possível, a trajetória interna das idéias sobre desenvolvimento econômico no BM nos dez anos que o precedem. Afinal, ao passo que o FMI sempre foi considerado um bastião do monetarismo, o BM apoiou linhas de pesquisa ecléticas com fortes preocupações sociais na década de 70, exemplificada pela redistribuição com crescimento e pelas necessidades básicas.[123]

Edwards (1997) fornece uma pista das continuidades dessas idéias ao descrever a evolução da visão do BM sobre os regimes comerciais. Desde a década de 60, forma-se dentro do BM a visão de que regimes comerciais mais liberais conduzem a um melhor desempenho econômico, a partir dos trabalhos pioneiros de Balassa e seus associados, permanecendo controversas várias de suas conclusões.[124] Essa visão completa-se, no início da década de 80, com um estudo comparativo de onze países (Balassa, 1982), cujas duas conclusões principais são destacadas por Edwards (1997): 1) um crescimento mais acelerado das exportações está associado a um crescimento maior do PIB; e 2) há evidências de que o protecionismo entorpece o desempenho econômico.

A liberalização comercial, até esse estudo comparativo, está funcionalmente associada à promoção das exportações. Desenvolvimento "para fora" (*outward-oriented*), a recomendação principal, na prática significa basicamente promover um vigoroso crescimento das exportações. A recomendação de liberalização comercial ampla, predominância dos incentivos de mercados (particularmente os sinais dados pelos mercados internacionais) e menor intervencionismo estatal na designação dos recursos (que logo assume a forma menos negativa de "liderança do setor privado") para os países em desenvolvimento, vista em seu conjunto como um choque necessário de oferta, assume a sua atual

---

123 Sintomaticamente, essa bibliografia está ausente do *RDM 1991*, estudo que, nas palavras no seu Prefácio de Barber Conable, presidente do BM: resume e interpreta o que se aprendeu em mais de 40 anos de experiência com o desenvolvimento, ... procurando dar uma ampla visão geral da agenda desenvolvimentista. (Banco Mundial, 1991: iii)

124 Para a controvérsia no *mainstream*, ver Rodrik (1995).

importância e abrangência durante a permanência de Anne O. Krueger como economista-chefe do BM, indicada pelo governo Reagan.[125] É neste período que a visão do Mercado (*market- friendly*) torna-se dominante no BM. Desde então, são financiados pelo BM estudos comparativos de grande alcance sobre a liberalização comercial, dos quais Papageorgiou *et al.* (1991) é o mais completo e controverso. Neste estudo, os autores extraem fortes argumentos a favor de uma ampla liberalização de um conjunto de dados que Edwards (1997), um entusiasta da causa, descreve como limitado e imperfeito.[126] Por exemplo, é altamente controversa, até mesmo no *mainstream*, a afirmação de que uma liberalização comercial ampla não tem, necessariamente, efeitos negativos sobre o emprego, caso os mercados de trabalho forem suficientemente flexíveis.

O conjunto desses estudos comparativos contém uma primeira e principal mensagem comum, destacada por Edwards (1997): o protecionismo distorce os preços relativos, encoraja a corrupção e reduz o crescimento econômico. O desenvolvimento "para fora" (*outward-oriented*) requer necessariamente uma liberalização comercial ampla, sendo entronizado como uma estratégia superior de desenvolvimento econômico que deve ser adotada sem restrições. Com este argumento, reforçam-se as condicionalidades referentes às políticas comerciais para os empréstimos destinados ao "ajustamento estrutural".[127]

A extensão da liberalização comercial perseguida pode ser apreciada pelo exemplo de um país em desenvolvimento "típico" que deseja efetuar uma ampla reforma comercial num prazo de poucos anos, dado em Mussa (1987): a tarifa média deve ser reduzida de 50% para 10% e as barreiras não-tarifárias devem ser eliminadas.

A segunda mensagem desses estudos comparativos é a transformação do sucesso dos países do Leste Asiático em casos paradigmáticos de políticas comerciais liberais, compensando o notório intervencionismo estatal nestes países e exercendo a disciplina necessária para que os sinais emanados dos preços orientem a designação eficaz dos recursos (*getting prices right*):

---

125 Suas idéias sobre regimes comerciais nos países em desenvolvimento, antes de sua entrada no BM, encontram-se em Krueger (1978).

126 Outra crítica devastadora que conclui que os resultados anunciados não são confirmados pela evidência empírica acumulada encontra-se em Greenaway (1993).

127 Em 1979, o BM iniciou os *Structural Adjustment Loans (SAL)*, empréstimos de 5 a 10 anos destinados a resolver os problemas estruturais de balanço de pagamentos e que demandam condicionalidades com foco exclusivo nas mudanças das políticas e das instituições. Entre 1985-95, quase 70% dos empréstimos SAL continham condicionalidades exigindo uma maior liberalização comercial (Edwards, 1997). Note-se que, entre 1987-93, está em andamento a Rodada Uruguai, na qual se negocia uma liberalização multilateral do comércio internacional. O BM defende e justifica teoricamente as demandas dos EUA aos países em desenvolvimento nesta Rodada e os obriga a adotar previa e unilateralmente as medidas de liberalização comercial advogadas pelos EUA, retirando-lhes poder de barganha.

> A explicação dominante (emergindo da *mainstream economics*) é a de que estes países (Coréia do Sul e Taiwan) adotaram as políticas "corretas", mediante a liberalização das importações, a adoção de taxas de câmbio "realistas" e a provisão de incentivos à exportação; acima de tudo, teriam conseguido estabelecer os preços corretos para os fatores de produção, de modo que suas economias pudessem crescer alinhadas com sua vantagem comparativa; confiança nas forças de mercado e integração na economia mundial gerariam resultados superiores à proteção e dissociação da economia mundial. (Schmitz, 1984:9 *apud* Canuto, 1994a:34) [128]

O *RDM 1991* alimenta-se desses estudos prévios e introduz novos temas para justificar uma estratégia de desenvolvimento orientada pela visão de Mercado (*market-friendly*), julgada a única adequada aos países em desenvolvimento: 1) apresenta novas provas da relação positiva entre crescimento e comércio, utilizando a metodologia da produtividade total dos fatores, que, supostamente, corroboram definitivamente a superioridade da *outward-orientation*;[129] 2) descreve os mecanismos de transmissão pelos quais as políticas nacionais afetam o desenvolvimento econômico, nos quais se nota uma forte influência das novas teorias do crescimento endógeno, fortemente inspiradas nas idéias dos novos clássicos;[130] 3) rediscute a "economia política" das reformas estruturais.

A ambição do *RDM 1991* é integrar, sistematizar, racionalizar e justificar o pacote de medidas proposto pelo BM e FMI aos países em desenvolvimento na década de 80, especialmente aos grandes devedores, como o único modelo virtuoso de desenvolvimento econômico. Para realizá-la, um dos requisitos é desvincular o processo de desenvolvimento da geografia, mais especificamente dos estímulos regionais, que tornam distinta experiência do Leste Asiático, como se mostra no Capítulo 5. Outro requisito é reduzir a importância do ambiente macroeconômico internacional, uma responsabilidade primordial dos principais países desenvolvidos, na formação da restrição externa e da conjuntura externa na década de 80, ambas excepcionalmente adversas para o desenvolvimento econômico. Particularmente no caso dos países latino-americanos, as dificuldades enfrentadas passam a ser atribuídas aos efeitos de longo prazo da estratégia de substituição das importações adotada nas décadas anteriores, tornando as políticas internas as responsáveis principais pela "década perdida".

---

[128] As tentativas anteriores do BM em transformar os países do Leste Asiático em casos de "sucesso" da receita liberal encontram-se analisadas em Canuto (1994a).

[129] Tentativas anteriores para testar a hipótese de que a promoção de exportações tem um impacto positivo e significativo sobre o crescimento da produtividade total dos fatores (PTF), por meio do progresso técnico e do aumento da eficiência técnica, encontram-se criticadas em Pinheiro (1992).

[130] O *RDM 1991* apóia-se explicitamente em Romer (1986) e Lucas (1988).

A visão do Mercado (*market-friendly*) oferecida pelo BM é analisada a seguir em cinco itens. O primeiro, descreve esta visão do processo de desenvolvimento econômico, tal como expressa no *RDM 1991*; no segundo, discutem-se as políticas macroeconômicas recomendadas como parte dessa visão; na terceira, a importância dos fatores externos; na quarta, a contabilidade do crescimento, que fornece as evidências empíricas para a visão do processo de desenvolvimento econômico; e na quinta, a economia política das reformas.

3.1 A Visão do Mercado Segundo o Banco Mundial

A síntese da experiência acumulada do BM no processo de desenvolvimento econômico, segundo a visão do Mercado, encontra-se formulada no capítulo introdutório do *RDM 1991*. Sua primeira constatação é a heterogeneidade do desempenho econômico dos países em desenvolvimento nos últimos 30 ou 40 anos, vale dizer, a falta de convergência econômica expressa pelos diferenciais de produtividade entre países e regiões. Na década de 80, essa crescente heterogeneidade nas experiências nacionais leva o Banco Mundial a se indagar sobre as razões do sucesso dos países que atingiram um desenvolvimento rápido e sustentável, notadamente dos países do Leste Asiático.

Segundo o *RDM 1991*, as razões desse sucesso devem ser encontradas na virtuosa interação entre governos e mercados nessas economias, um tema que vinha sendo explorado, numa abundante literatura, tanto por economistas de diversas escolas quanto por cientistas políticos.[131] A originalidade da contribuição do *RDM 1991* não está no enunciado trivial de que políticas econômicas e instituições são cruciais no processo de desenvolvimento econômico, mas na particular mistura de mercados e governos vista como a principal responsável pelo sucesso do Leste Asiático e cuja adoção – por meio das reformas estruturais - deve ser estimulada nos demais países.

Para o *RDM 1991*, a falta de convergência no desempenho econômico entre os países em desenvolvimento explica-se pelo aumento diferencial da produtividade, determinado pelo progresso tecnológico, o qual, por sua vez, é influenciado por história, cultura, educação, instituições e políticas de abertura. A tecnologia difunde-se tanto através das políticas internas, destacando-se os investimentos em capital físico e humano, quanto através das políticas externas, especialmente os regimes nacionais que disciplinam o comércio exterior e o IDE.

A novidade do *RDM 1991* é apresentar um conjunto de políticas internas e externas, inspirado nas novas teorias do crescimento endógeno, como sendo o mais adequado para promover o desenvolvimento econômico. Nessas teorias, que negam a natureza puramente exógena do progresso técnico postulada pela

---

[131] Um resumo desse debate encontra-se em Canuto (1994a).

formulação tradicional da síntese neoclássica, o crescimento endógeno resulta parcialmente do comportamento reativo dos agentes econômicos (há um papel crucial desempenhado pelas externalidades nessas teorias), que pode ser favoravelmente influenciado pelo conjunto de políticas recomendado pelo BM. Coerente com essas teorias, inspiradas nas contribuições dos novos clássicos, o *RDM 1991* renova as teses fundamentalistas sobre as virtudes e a eficiência dos mercados, que sustentam a existência de fortes indícios de correlação e causalidade entre a maior qualidade do ambiente econômico e a maior produtividade – colocando especial ênfase no baixo grau de distorção dos mercados como a medida principal da primeira:

> Os mercados competitivos constituem o melhor meio encontrado até hoje de organizar eficientemente a produção e a distribuição de bens e serviços. A competitividade interna e externa proporciona os incentivos que desencadeiam o espírito empresarial e o progresso tecnológico. Mas os mercados não podem funcionar no vácuo - necessitam da estrutura jurídica e normativa que somente os governos podem oferecer. (Banco Mundial, 1991: 1)

A elaboração da relação de causalidade entre a maior qualidade do ambiente econômico e a maior produtividade é o tema principal do *RDM 1991*. Destaca-se especialmente a qualidade da interação entre governo e mercados, que deve ser favorável às forças de mercado (*market-friendly*) na opinião do BM. As razões que justificam o foco nessa interação são:

> Quando os mercados podem funcionar bem e têm a liberdade de fazê-lo, o progresso econômico tende a ser substancial. Quando os mercados fracassam e os governos intervêm cautelosa e judiciosamente, ocorre um progresso adicional. Mas quando os dois se unem, os fatos indicam que o todo é maior do que a soma das partes. Quando o Estado e o mercado funcionam de mãos dadas, os resultados têm sido espetaculares; mas, quando trabalham em oposição, os resultados têm sido desastrosos. (Banco Mundial, 1991: 2)

O papel econômico que cabe ao Estado nesse enfoque é assim definido:

> E o papel econômico que cabe ao governo é mais do que meramente assumir a função dos mercados quando estes deixam de funcionar adequadamente. Definindo e protegendo os direitos de propriedade, oferecendo sistemas legais, judiciais e normativos eficazes, aumentando a eficiência dos serviços públicos e protegendo o meio ambiente, o Estado constitui o próprio cerne do desenvolvimento. (Banco Mundial, 1991: 4)

Quanto às falhas ou insuficiências dos mercados, o *RDM 1991* reconhece duas áreas que devem ser objeto de intervenção estatal: infra-estrutura e serviços essenciais à população mais pobre.[132] O *RDM 1991* enfatiza que sua visão não é puramente *laissez-faire* e o Estado deve ser ativo em determinadas áreas,

---

[132] Na agenda das instituições multilaterais na década de 80, nota-se a crescente presença de dois temas impostos pela ação das Organizações Não Governamentais (ONGs) dos países desenvolvidos aos seus governos, acionistas majoritários destas instituições: combate à pobreza e proteção do meio ambiente.

mas não em atividades nas quais os mercados funcionam ou poderiam funcionar razoavelmente bem.[133]

Enfim, segundo o *RDM 1991*, o enfoque mais confiável e promissor para promover o desenvolvimento econômico exige o desengajamento do Estado das áreas de mercado, através da privatização das empresas estatais, da desregulação e da liberalização ampla da economia para estimular a concorrência, interna e internacional. A reformulação do papel do Estado torna possível seu maior engajamento nas funções de educação, saúde, nutrição, planejamento familiar e alívio da pobreza; na construção de uma infra-estrutura física, social, administrativa, normativa e jurídica de melhor qualidade;[134] em ações para preservar o meio ambiente; e notadamente no estabelecimento e manutenção da estabilidade macroeconômica, mobilizando recursos para financiar as despesas públicas que dispensem as finanças inflacionárias.[135]

O *RDM 1991* enfatiza que há problemas operacionais sérios nas intervenções estatais: falhas de governo, que podem ser ainda mais graves que as falhas de mercado, e incentivos ao comportamento *rent-seeking* entre os agentes econômicos.[136]

As três diretrizes para a intervenção estatal fornecidas pelo *RDM 1991* são: 1) intervir relutantemente - deve ser demonstrado, e não suposto, que a intervenção estatal produz um resultado superior à ação dos mercados

---

133 Tanzi e Shuknecht (1997), analisando a expansão do papel dos gastos públicos nos países desenvolvidos entre 1870-1990, notam que a proporção dos gastos públicos/PIB foi multiplicada por 4 entre 1913-90. As transferências alcançam 40% dos gastos públicos na OCDE em 1990, sendo a rubrica de gasto que cresce mais rapidamente entre 1913-90. As transferências tornam-se em boa medida responsáveis pela permanência dos consensos sociais nos países desenvolvidos e também explicam a sua bem maior proporção gastos públicos/PIB. Segundo o *RDM 1991*, o papel do Estado nos países em desenvolvimento não deve contemplar essas transferências, apesar do reconhecimento de que uma melhor distribuição na renda pode facilitar a administração da economia, afirmando *en passant* que não se obtém maior igualdade através de transferências de renda e deixando em suspenso a decisiva questão da construção de consensos sociais necessários no esforço de desenvolvimento econômico.

134 O *RDM 1991* sugere reduzir os pesados subsídios públicos na educação superior e gastar mais na educação básica nos países em desenvolvimento. Esta inversão das prioridades públicas na política educacional gera, segundo argumentação apresentada mais adiante, um retorno social relativamente mais alto. O *RDM 1991* sugere concentrar os esforços públicos na área da saúde também apenas nos sistemas básicos. Em outras palavras, não recomenda a universalização dos principais serviços públicos, uma característica que sabidamente favorece a coesão social nos países desenvolvidos.

135 Diversos autores do *mainstream* destacam a "flexibilidade macroeconômica" das respostas dos governos do Leste Asiático aos desequilíbrios externos e internos entre 1979-85, citando quase sempre os casos da Coréia do Sul, Indonésia, Malásia e Tailândia, omitindo a vigência de regimes políticos autoritários nestes países naquela época.

136 Essas são contribuições derivadas da *public choice school*, filiação teórica da influente economista-chefe do BM na década de 80, Anne O. Krueger. Ver Orchard e Stretton (1997).

desregulados; 2) aplicar controles e contramedidas - submeter a intervenção à ação disciplinadora da concorrência nos mercados nacionais e internacionais; 3) intervir abertamente - tornar a intervenção transparente e sujeita a normas, evitando o arbítrio estatal.

A questão que surge imediatamente e que continua a ser objeto de intensa disputa acadêmica e dentro das próprias instituições multilaterais, é se o conceito de "favorável às forças de mercado" descreve adequadamente a atuação do Estado nos países do Leste Asiático, justamente as economias de maior crescimento relativo e nas quais a intervenção estatal foi sabidamente elevada.

A resposta do *RDM 1991* é francamente afirmativa. As intervenções estatais contribuíram ao êxito desses países porque foram "favoráveis ao mercado", isto é, foram disciplinadas pela concorrência interna e externa, resultando em intervenções competentes, pragmáticas e flexíveis; não distorceram indevidamente os preços relativos (no comércio externo, neutralizaram a discriminação contra as exportações, um subproduto do protecionismo); e foram moderadas quando comparadas às dos demais países em desenvolvimento.

O esforço do BM em apresentar os países do Leste Asiático como paradigmas do "ajustamento com liberalização" nunca contou com a aprovação destes países.[137] No início da década de 90, a dissidência de maior peso em relação à interpretação do papel do Estado no Leste Asiático pelo *RDM 1991* é a do Japão, que está desafiando essas idéias na prática, defendendo um *market-guiding role* para o Estado no Leste e Sudeste da Ásia, onde tem um amplo programa de ajuda e investimentos, a partir das experiências com sucesso do próprio Japão, de Taiwan e da Coréia do Sul. Esta é uma dissidência de elevado potencial de dano para o BM, uma vez que o Japão torna-se o segundo acionista do BM no final da década de 80, atrás apenas dos EUA, e o principal co-financiador dos seus empréstimos, tendo adicionalmente o maior programa de ajuda bilateral do mundo, dirigido especialmente à Ásia.

Conforme enfatiza Wade (1996), o Japão estimula os países receptores de sua ajuda externa a pensar estrategicamente em termos de políticas comerciais, incentivando um intervencionismo estatal inadmissível para o BM: o Estado deve ter objetivos e prioridades nacionais, catalisar comportamentos desejáveis dos agentes e apoiar algumas atividades produtivas mais do que outras

---

[137] Por exemplo, na conferência conjunta entre o BM e o FMI, em 1987, os dois coreanos presentes, um acadêmico e o vice-primeiro-ministro, distanciam-se desta análise. Para o acadêmico, a liberalização coreana é conseqüência do bom desempenho econômico, e não vice-versa. Para o representante do governo, a estratégia coreana têm três componentes: estabilização, liberalização e crescimento equilibrado. Este último, ausente da estratégia recomendada pelo *RDM 1991*, exige uma forte intervenção governamental numa série de áreas para manter o consenso e a cooperação entre os agentes econômicos.

(*targeting*). Neste paradigma, um sistema financeiro fortemente regulado que concede créditos, em regra subsidiados, para os setores prioritários é parte vital das políticas necessárias ao desenvolvimento econômico.

As práticas japonesas colocam em xeque precisamente o núcleo teórico do *RDM 1991*:

> De modo geral, um sistema de preços relativamente não-distorcido tem, em igualdade de condições, mais chance de promover o crescimento do que um sistema fortemente distorcido. Muitos fatos indicam também ganhos quando se intervém menos no mercado. (Banco Mundial, 1991: 5)

O *RDM 1991* contesta as idéias e práticas japonesas, enfatizando a liberalização, a privatização e, em particular, atacando fortemente as políticas industriais setoriais (*targeting*) e os créditos dirigidos ou subsidiados oferecidos por instituições financeiras de fomento nos países em desenvolvimento.[138]

Wade (1996) descreve como o confronto entre o Japão e o BM acaba num acordo entre as partes em 1992. O poderoso MITI japonês está ansioso em não enfatizar muito as práticas japonesas no contexto do agudo conflito comercial com os EUA sobre a *Structural Impediments Initiative*. O BM concorda com um estudo especial sobre os "milagres" do Leste Asiático e o Japão retira sua objeção a uma diretiva operacional do BM, recomendando a total desregulação dos setores financeiros dos países em desenvolvimento.[139]

Wade (1996) acusa os dois estudos do BM de ignorar outras contribuições sobre a experiência do Leste Asiático, que estabelecem uma causalidade que parte do investimento interno nos novos setores que devem ser internalizados, passa a seguir pela rápida incorporação do progresso técnico nestes setores por meio de importações inicialmente elevadas, e finaliza nas exportações crescentes destes setores (caracterizando uma estratégia *growth-driven trade* ao invés de *trade-driven growth*).[140] Nessas contribuições, o alto investimento

---

[138] Na Rodada Uruguai, os EUA se opõem à qualquer forma de *targeting* de setores industriais pelos países em desenvolvimento, sob a alegação de *unfair trade*. No início da década de 90, estão muito elevadas as tensões nas negociações bilaterais entre os EUA e o Japão no âmbito da *Structural Impediments Initiative*, exigida pelos EUA para resolver o alto déficit comercial bilateral: os EUA demandam "americanizar" a estrutura empresarial japonesa, exigindo reformas no setor de distribuição e na prática de participações cruzadas entre as empresas de um mesmo conglomerado. Os japoneses, indignados, sugere profundas reformas nas políticas domésticas dos EUA e não apoiam abertamente a formação da APEC, estimulada pelos EUA (Wade, 1996).

[139] O estudo do milagre asiático encontra-se em World Bank (1993). Nele, a exemplo do *RDM 1991*, adota-se a linha de que o milagre asiático se explica pelo baixo intervencionismo estatal, a ponto do presidente do BM, no seu prefácio, afirmar que o rápido crescimento regional deve-se às políticas econômicas *market-friendly* comuns. Para uma discussão crítica de suas principais conclusões, ver Cunha (1997).

[140] As duas contribuições alternativas de maior influência na literatura são aquelas de Amsden (1989) sobre a Coréia do Sul e de Wade (1990) sobre Taiwan.

interno não é o resultado de *market-friendly policies*, mas de políticas industriais estratégicas. Além disso, nos dois estudos do BM, o crescimento do Sudeste Asiático não é relacionado a efeitos *spill-over* dos países mais avançados da região, mas somente a fatores internos.[141]

3.2 As Políticas Macroeconômicas

Uma base macroeconômica estável é definida pelo *RDM 1991* como um dos mais importantes bens públicos que os governos podem oferecer numa estratégia de desenvolvimento favorável às forças de mercado. No *RDM 1991*, a instabilidade macroeconômica é associada a políticas fiscais imprudentes e apenas secundariamente aos choques externos causados pelas políticas macroeconômicas dos países industrializados. A exemplo do FMI, o BM não só minimiza a importância de reduzir a restrição externa para obter a estabilidade macroeconômica, mas a transforma num "incentivo" à disciplina macroeconômica, condicionando toda ajuda multilateral à implementação de medidas de austeridade interna.

Segundo o *RDM 1991*, o retorno à prudência fiscal requer uma reavaliação dos papéis respectivos do Estado e dos mercados nos países em desenvolvimento que, adicionalmente, pode contribuir para a meta de alcançar uma microeconomia competitiva. A estabilização é vista apenas como um elemento, ainda que goze da prioridade máxima, de um programa mais amplo de reformas econômicas para elevar a produtividade de longo prazo dessas economias. Surge, desde logo, a possibilidade tanto de conflitos quanto de complementaridades entre as reformas.[142]

Como seria de se esperar, um dos exemplos de imprudência fiscal apontados no *RDM 1991* é o Brasil. O diagnóstico é que houve um excesso de gastos públicos na década de 70, financiados por empréstimos externos, desconsiderando-se completamente quaisquer estímulos presentes no lado da oferta desses recursos (por exemplo, o comportamento agressivo dos bancos privados na oferta de empréstimos e o próprio apoio do BM à orientação geral da política econômica). O BM reconhece que se eleva substancialmente o investimento público naquela década, em grande parte por intermédio das empresas públicas. No entanto, essa estratégia não se revela sustentável em face dos choques externos subseqüentes, resultando numa profunda crise de balanço de pagamentos. A lição, segundo o Banco Mundial, é que um país deve

---

[141] Wade (1996) refere-se à segunda geração de NICs asiáticos: Filipinas, Indonésia, Malásia e Tailândia. UNCTAD (1996a) e Medeiros (1997) também destacam a importância do dinamismo da economia regional para explicar o desempenho diferenciado dos países asiáticos na década de 80.

[142] A possibilidade de conflito torna-se mais perturbadora pela constatação de que os países que lançam programas de ajustamento com apoio do FMI e Banco Mundial, desde o início da década de 80, não experimentam um maior crescimento econômico relativo, conforme seria de se esperar (Banco Mundial, 1991: 130).

sempre procurar manter seus gastos compatíveis com sua "receita permanente".[143] Com tal "lição", manifesta-se o integral apoio às políticas de estabilização do FMI, conforme a divisão de trabalho instituída entre as duas instituições, na segunda metade da década de 80. Destacam-se, a seguir, apenas as eventuais variações sugeridas nessas políticas, já descritas no capítulo anterior.

Há algumas variações relevantes. Em primeiro lugar, na questão dos ajustes fiscais que se concentram nos investimentos públicos, especialmente em infra-estrutura, o *RDM 1991* é muito mais enfático do que o FMI sobre as possíveis conseqüências negativas: os cortes podem retardar o investimento privado.[144] A evidência empírica sugere que os investimentos públicos em infra-estrutura e os privados são complementares, vale dizer, há *crowding in* do investimento privado pelos investimentos públicos. Da mesma forma, cortes em educação e saúde podem prejudicar as perspectivas do crescimento a médio prazo. Em conseqüência, o *RDM 1991* tende a exigir um corte muito maior nos demais gastos de custeio e investimentos públicos para atingir as metas fiscais.[145]

Em segundo lugar, o *RDM 1991* afirma que altas taxas de juros reais reduzem o investimento privado, diferenciando-se da ênfase do FMI na questão da poupança e do investimento. Para elevar o investimento privado, a receita é inflação baixa, taxas de juros reais moderadas e fluxos suficientes de crédito para o setor privado. Portanto, o *RDM 1991* favorece políticas monetárias menos rígidas do que o FMI, numa espécie de contrapartida ao superajuste fiscal.

Na questão da poupança, o *RDM 1991* comprova que há uma forte correlação entre taxas de crescimento e taxas de poupança, e as flutuações na taxa de crescimento explicam a maior parte das variações da taxa de poupança. Discorda da proposição de que taxas de juros reais fortemente positivas sejam

---

143 É deveras constrangedor que uma equipe tão numerosa e com técnicos altamente qualificados tenha apresentado essa "lição". Afinal, não é difícil notar que é a própria medida de "receita permanente", em todas as esferas de uma determinada economia nacional, que sofre uma reavaliação brutal sob o impacto de choques externos, tornando a "lição" inútil. Uma autocrítica seria bem-vinda: o BM envolve-se significativamente na estratégia de desenvolvimento "para fora" dos países em desenvolvimento na década de 70, baseadas na promoção de exportações intensivas em energia e recursos naturais. Os cenários vendidos pelo BM aos países em desenvolvimento não previam a rápida sucessão de choques externos que afetam justamente seus produtos de exportação desde o final daquela década.

144 Cabe lembrar que não é desinteressada essa recomendação do BM, já que seus empréstimos estão concentrados em infra-estrutura e a descontinuidade dos projetos pode afetar seu retorno.

145 Essas recomendações suscitam a justa preocupação de que, em regimes democráticos, esse superajuste fiscal pode impedir a construção do consenso social necessário aos governos para estabelecerem sua legitimidade para governar, condição crucial à estabilização e ao desenvolvimento econômico, como o próprio *RDM 1991* reconhece.

uma resposta adequada para o problema da escassez da poupança privada nos países em desenvolvimento, uma vez que esse comportamento é marcado por fatores demográficos e institucionais, além da própria taxa de crescimento da economia. No médio prazo, os dois instrumentos disponíveis para aumentar o investimento privado e a taxa de crescimento potencial da economia são o acesso à poupança externa e a elevação da poupança pública. Dado o difícil acesso à poupança externa, a redução do déficit público é a única forma de aumentar a poupança nacional.[146]

A recomendação do *RDM 1991* para a política cambial é uma taxa de câmbio "competitiva" que respalde a expansão do setor exportador e evite ameaças à liberalização do regime de comércio exterior. Para permitir uma desvalorização da taxa de câmbio real no início do programa de ajustamento, uma ação geralmente tornada necessária pela adoção concomitante de medidas de liberalização comercial, recomenda-se a desindexação prévia da economia e, novamente, um maior ajuste fiscal.[147]

Reconhecendo a justeza das críticas heterodoxas latino-americanas, o *RDM 1991* destaca o dilema que pode surgir entre as desvalorizações reais e o ajustamento fiscal, quando a dívida externa é um passivo público. Os maiores pagamentos dos juros da dívida externa, em moeda nacional, podem elevar o déficit fiscal. Porém, uma âncora cambial nominal, aumentando o compromisso do governo com a estabilização, não é julgada sustentável sem uma forte desvalorização prévia, neutralizando na prática as críticas.

3.3 Condições Econômicas Mundiais

O *RDM 1991* enfrenta um sério desafio: deve oferecer tanto uma interpretação do processo de desenvolvimento econômico que reduza a importância do ambiente econômico internacional na formação e desenrolar da crise do endividamento, quanto reconhecer a importância dos fatores externos num processo de crescente abertura internacional dessas economias, uma vez que considera os "vínculos globais" uma das interações fundamentais entre Estado e mercados:

---

[146] A questão da contribuição da poupança ao desenvolvimento econômico é brevemente discutida nos Capítulos 5 e 6.

[147] Mussa (1987) reconhece que, com hipóteses razoáveis para as elasticidades da demanda e da oferta das exportações e importações, uma ampla liberalização comercial acompanhada de uma forte desvalorização exige, para não ser excessivamente inflacionária, uma sensível queda dos preços relativos dos bens não comerciáveis, ou seja, uma grande flexibilidade na formação dos preços e salários dessa economia. Em países de alta inflação, este economista, membro do Conselho de Assessores Econômicos do segundo governo Reagan e personagem influente na formação do CW, chega a sugerir que as políticas de liberalização tenham prioridade sobre as políticas de estabilização, uma vez que seus benefícios podem ser superiores aos custos da inflação.

> A curto prazo, choques externos desfavoráveis, taxas de juros mais altas, uma redução nas relações comerciais ou fluxos externos inadequados podem perturbar a implementação de qualquer programa de ajustamento bem projetado. A longo prazo, uma economia mundial forte pode estimular a adoção de reformas econômicas. Isso faria aumentar a eficiência interna e asseguraria aos países os plenos benefícios da contínua expansão dos mercados mundiais. Embora a qualidade da administração econômica seja o fator mais crítico, as condições econômicas mundiais são importantes na determinação das perspectivas para os países em desenvolvimento. (Banco Mundial, 1991: 140)

Surpreendentemente, tratando-se de um estudo que advoga uma ampla liberalização econômica, o *RDM 1991* prognostica cenários da economia internacional não muito favoráveis aos países em desenvolvimento na década de 90.[148] Os principais elementos negativos nesses cenários são o lento crescimento mundial, a persistência de taxas de juros elevadas, a continuidade da crise do endividamento externo sem sinais de uma restauração substancial dos fluxos de capitais privados para os países em desenvolvimento, as dificuldades para melhorar o acesso aos mercados dos países desenvolvidos; e a sucessão de novas demandas feitas aos países em desenvolvimento, como a necessidade de proteger o meio ambiente.[149]

As únicas boas novas na economia internacional, que podem dar um alento aos países em desenvolvimento na década de 90, são a provável conclusão da Rodada Uruguai, sobretudo se for alcançada a liberalização do comércio agrícola e de outros produtos de seu interesse (como têxteis), e o retorno do IDE, acaso haja um aumento da confiança dos investidores estrangeiros nesses países.[150]

Na questão crucial da dívida externa, o *RDM 1991* oferece uma defesa do Plano Brady: o alívio no serviço da dívida externa pode oferecer o estímulo necessário para a recuperação econômica, influenciando favoravelmente as expectativas privadas e incentivando a aceleração das reformas, desde que seja acompanhado pelas políticas internas adequadas.[151] O financiamento externo

---

[148] Os dois cenários centrais nas projeções globais de crescimento do BM para a década de 90 são um cenário básico com condições externas moderadamente otimistas e um cenário alternativo, moderadamente pessimista.

[149] O *RDM 1991* comprova que as barreiras não-tarifárias, a principal arma do "novo protecionismo" dos países desenvolvidos nas duas últimas décadas, afetam mais de 20% das importações originárias dos países em desenvolvimento em 1986.

[150] Em 1988, o IDE, que exibe um menor dinamismo do que os fluxos de capitais privados e bilaterais na década de 70, já ultrapassa as demais fontes de recursos externos para os países em desenvolvimento (privadas, bilaterais e multilaterais) em termos líquidos. Note-se que, desde 1986, caem os fluxos líquidos destas fontes para o conjunto desses países (a exclusão da globalização financeira) e que a recuperação do IDE se concentra nos países asiáticos.

[151] O Plano Brady, anunciado em março de 1989 por Nicholas Brady, então Secretário de Tesouro, representa uma ruptura com o comportamento oficial do governo americano, mantido desde 1982, admitindo explicitamente a necessidade de redução dos estoques das dívidas externas como uma das soluções para o problema

privado adicional pode assumir a forma de repatriação de capitais, financiamentos vinculados ao comércio exterior, investimentos diretos e emissões de dívida ou capital no exterior, uma vez que maiores reduções no serviço da dívida externa ou novos empréstimos bancários não se encontram nos cenários mais prováveis. Neste contexto, os déficits em conta corrente dos países em desenvolvimento que, em média, estão ao redor de 1,8% do PNB em 1989, devem se manter dentro dos estreitos limites de 1,5% a 2% do PNB até o ano 2000.

No exame da contribuição dos vínculos globais ao desenvolvimento econômico, enfatiza-se que a abertura ao comércio, ao investimento e às idéias torna-se crucial para estimular os produtores internos a reduzir custos, mediante a introdução de novas tecnologias, e a desenvolver produtos novos e melhores.[152] Como o *RDM 1991* concilia os cenários externos relativamente desfavoráveis com essa ênfase? Concluindo que as condições externas são importantes, mas que as políticas e as instituições internas são ainda mais cruciais para o crescimento de longo prazo:

> Estimativas para 40 países indicam que melhores políticas internas poderiam fazer o PIB crescer, em média, duas vezes mais do que fariam fatores externos melhores. (Banco Mundial, 1991: 35)

Completa-se, assim, o rebaixamento teórico da restrição externa ao crescimento e da própria macroeconomia, que cede o seu lugar central, na análise dos obstáculos ao crescimento dos países em desenvolvimento, às reformas estruturais internas, isto é, aos determinantes do lado da oferta, no *RDM 1991*.[153]

---

da crise do endividamento, desde que a negociação do desconto e a criação de novos instrumentos para denominar essas dívidas sejam "voluntárias", vale dizer, preservando-se o direito de veto dos bancos. Para ter acesso ao financiamento multilateral destinado a facilitar a securitização da dívida externa, os países devedores devem aceitar maiores condicionalidades (em outras palavras, efetuar as reformas recomendadas pelo CW, sob a supervisão conjunta do FMI e BM). O México assina o primeiro acordo patrocinado pelo Plano Brady em fevereiro de 1990. A solução alcançada pode ser descrita como a emissão de novos bônus de saída (*par bonds* e *discount bonds*) que substituem os créditos bancários anteriores, tendo garantidos o principal e os juros com recursos novos, advindos majoritariamente das instituições financeiras internacionais e dos empréstimos oficiais (82% dos recursos, no caso do México). O grande atrativo do acordo é a substancial redução do serviço da dívida externa nos quatro primeiros anos de sua vigência (32% no caso do México), quando comparado aos desembolsos programados nas condições contratuais anteriores. A evidência dos cinco primeiros acordos assinados no âmbito do Plano Brady é de que as condições oferecidas ao México não são alcançadas pelos demais (Berthélemy e Lensink, 1992).

152 Surpreendentemente, o *RDM 1991* cita o Brasil, ao lado da Coréia e do Japão, como um dos exemplos positivos da exposição dos setores produtivos internos à maior concorrência nos mercados de exportação na década de 70, elevando a sua eficiência econômica.

153 Fanelli, Frenkel e Taylor (1992) sublinham que o *RDM 1991* se esmera em negar a existência de falhas graves no funcionamento do mercado financeiro internacional, contra toda a evidência acumulada na década de 80.

3.4 A Contabilidade do Crescimento

A teoria neoclássica do crescimento econômico afirma que os países que têm acesso à mesma tecnologia apresentam convergência nas suas taxas de crescimento. Como as taxas de crescimento dos países em desenvolvimento são altamente heterogêneas, o *RDM 1991* explica a falta de convergência, eis aqui a sua originalidade, a partir das novas teorias do crescimento baseadas no progresso técnico endógeno, em que a educação e o conhecimento geram externalidades positivas ou retornos crescentes.

Segundo o *RDM 1991*, as novas teorias do crescimento justificam a necessidade de promover uma ampla liberalização com a hipótese de que são as restrições às importações, juntamente com as diferenças nas políticas destinadas a melhorar o capital humano e a incentivar os agentes econômicos, que têm impedido a transmissão uniforme do progresso técnico, frustrando a convergência esperada nas taxas de crescimento dos países em desenvolvimento.

Dessa maneira, reforçam-se tanto os "vínculos globais", vale dizer, a importância de uma economia aberta à tecnologia, às idéias e às mercadorias estrangeiras, quanto a necessidade de redefinir o papel do Estado no processo de desenvolvimento, voltando-se para as atividades geradoras de externalidades e *spillovers* (educação básica e extensionismo agrícola e industrial, por exemplo) e retornos crescentes (infra-estrutura):

> Contudo, as taxas de crescimento dos países em desenvolvimento têm divergido. À primeira vista, isso parece contrariar a expectativa de convergência. Na prática, porém, o progresso tecnológico não tem sido uniforme nem transmitido exogenamente na maioria dos países em desenvolvimento, em virtude de restrições na área das importações, entre outras. Além disso, mesmo que todas as economias tenham acesso à mesma tecnologia, as taxas de crescimento nacionais podem divergir em virtude de diferenças no capital humano e nos incentivos à adoção de novas tecnologias, que diferem de país para país. As "novas" teorias do crescimento fazem ver que o progresso tecnológico é endógeno, e que a educação e o conhecimento geram externalidades positivas ou retornos crescentes. (Banco Mundial, 1991: 40-41)

Assumindo que o aumento da renda *per capita* é um bom indício dos demais atributos do desenvolvimento econômico, o *RDM 1991* se propõe a comprovar essa hipótese com um estudo comparativo dos seus determinantes entre os países em desenvolvimento.[154] Referindo-se a uma série de estudos comparativos anteriores, em particular àqueles sob a coordenação ou inspiração de Anne O. Krueger, financiados fora (Krueger, 1978) e dentro do

---

154 Na amostra de 68 países em desenvolvimento, o Japão é incluído no grupo de dez países do Leste Asiático. O *RDM 1991* afirma que a inclusão do Japão não altera os resultados obtidos. Com os dados fornecidos, não se pode comprovar a veracidade desta afirmação que, em princípio, não deixa de ser surpreendente, uma vez que toda evidência anterior obtida da contabilidade do crescimento, até pelo próprio BM, é que os padrões de crescimento entre países desenvolvidos e em desenvolvimento são muito diferenciados.

BM (Papageorgiou *et al.*, 1991), o *RDM 1991* destaca duas conclusões na explicação do crescimento econômico nestes estudos: 1) a importância da educação, da qualidade das instituições e das medidas que favorecem a concorrência e a participação nos mercados externos na explicação dos "sucessos"; e 2) os graves e prolongados desequilíbrios macroeconômicos, prejudicando os investimentos, na explicação dos "fracassos".

O método adotado pelo *RDM 1991* é o da contabilidade do crescimento: o cálculo da produtividade total dos fatores (PTF) para determinar o padrão de crescimento econômico.[155] A PTF mede as variações da produção por unidade de todos os insumos combinados. É o famoso "resíduo", que explica mais da metade do aumento da produção, depois de computados os aumentos devidos à maior produtividade da mão-de-obra, da terra e do capital na função de produção neoclássica.[156] Propor uma interpretação do "resíduo" mais condizente com as hipóteses das novas teorias do crescimento é justamente a intenção do *RDM 1991*. Naturalmente, os exercícios da contabilidade do crescimento não implicam necessariamente em causalidade. No entanto, um maior resíduo (PTF) é identificado com a maior eficiência na utilização dos insumos, por sua vez explicada em termos da maior ou menor aproximação com as *market-friendly policies* no *RDM 1991*.

Para comprovar a tese, calcula-se a PTF para o conjunto dos países em desenvolvimento, distribuídos em cinco agrupamentos regionais (África Subsaariana, Leste Asiático, América Latina, Sul da Ásia e um quinto agrupamento, compreendendo Europa, Oriente Médio e Norte da África), em dois períodos, 1960-73 e 1973-87. Exceto para o Sul da Ásia, as taxas de crescimento do PIB diminuem no segundo período (1973-87) para todos os agrupamentos regionais. O *RDM 1991* afirma ter detectado duas causas: um menor crescimento dos fatores da produção, notadamente do capital empregado, e um crescimento mais lento da eficiência com que os insumos foram utilizados. Conclui que a causa determinante da desaceleração é a redução da produtividade no uso dos insumos.[157]

---

155 Para uma discussão recente sobre a contabilidade do crescimento, ver diversos ensaios em Szirmai, van Ark e Pilat (1993).

156 O enfoque neoclássico convencional da PTF supõe que há um conjunto completo e pronto para usar de funções de produção, representando as *best practices* internacionais, à livre disposição dos países em desenvolvimento. Daí a importância de manter os preços relativos "corretos" para os fatores de produção, para não escolher uma função de produção inadequada.

157 Entre 1973-87, o PTF da América Latina é o mais negativo (-1,1% a.a.), superando o da África Subsaariana. A contribuição do fator capital na América Latina cai e torna-se a menor entre todas as regiões, quase a metade daquela do Leste Asiático (entre 1960-73, é igual à média das 68 economias examinadas). Estes dados constam da Tabela 2.2 do *RDM 1991*. No caso específico da América Latina, a menor acumulação de capital numa fase de grandes choques externos desacelera as transformações estruturais, contribuindo significativamente para esse resultado negativo. No entanto, o *RDM 1991* prefere atribui-lo à baixa eficiência da estratégia de substituição de importações.

Um dos grandes problemas dessa conclusão sobre o desempenho econômico dos países em desenvolvimento é ignorar um resultado já estabelecido na literatura do *mainstream* sobre o desenvolvimento econômico (Chenery e Srinivasan, 1988): uma das grandes diferenças no padrão de crescimento entre os países em desenvolvimento e os países desenvolvidos parece ser que o crescimento dos primeiros resulta sobretudo da maior utilização dos insumos fatoriais, vale dizer, do vigor da acumulação de capital, e não de uma maior eficiência na utilização dos insumos.[158]

O *RDM 1991* verifica que no Leste Asiático (onde está incluído o Japão), a PTF cresce em ritmo mais elevado do que nas demais regiões, em ritmo superior até ao das economias industrializadas, apesar da sua reduzida contribuição à explicação da taxa de crescimento ("explica" apenas 28% do crescimento entre 1960-87).[159] A maior PTF do Leste Asiático explica, em grande parte, a divergência nas taxas de crescimento das rendas *per capita* entre essa região e as demais que envolvem países em desenvolvimento entre 1960-87.

O passo seguinte é demonstrar que a maior PTF dos países do Leste Asiático encontra-se associada ao conjunto de políticas defendidas pelo *RDM 1991*: maior abertura, formação intensiva do capital humano, em especial a atenção à educação básica, estabilidade macroeconômica e baixa participação do governo no PIB.[160]

Para isto são introduzidas duas medidas de abertura (a tendência dos preços internos dos produtos comercializáveis em se igualarem aos internacionais e as variações da participação nacional no comércio internacional), duas de educação (número de anos de escolarização primária e secundária da população e uma medida da variação na duração da educação), uma de estabilidade macroeconômica (ágio no mercado cambial) e uma que mede a participação do governo na economia (consumo do governo/PIB). A análise de

---

158 Vários estudos sobre o crescimento no Leste Asiático realizados posteriormente, mesmo aquele pelo próprio BM (World Bank, 1993), confirmam esse resultado. Ver também Young (1995) e Collins e Bosworth (1996).

159 Numa leitura alternativa, verifica-se facilmente com os próprios dados apresentados pelo *RDM 1991* que a "originalidade" dos países do Leste Asiático é a grande contribuição das taxas de crescimento do fator capital para explicar sua elevada taxa de crescimento do PIB *per capita* entre 1960-87, exatamente a interpretação majoritária do *mainstream*, conforme a nota anterior. Ver os dados em Banco Mundial (1991: 50).

160 Note-se que a metodologia proposta não permite identificar o que talvez seja a principal fonte de crescimento da renda *per capita* nos países em desenvolvimento: a intensa designação dos recursos dos setores de baixa para os de alta produtividade, associada aos processos de industrialização e urbanização. Fanelli, Frenkel e Taylor (1992) destacam também que as bases microeconômicas justificando a importância da acumulação de capital humano são frágeis: não parece ser uma condição suficiente para assegurar uma maior produtividade, sendo antes uma condição necessária que não pode estar ausente no longo prazo.

regressão fornece os sinais adequados para essas variáveis que, em conjunto, "explicam" apenas 12% do crescimento do PIB per capita dos países da amostra entre 1960-87.[161] O *RDM 1991* julga essa evidência "sugestiva" e "coerente" com outros estudos de autores do *mainstream* realizados dentro e fora do BM. Vale dizer, confirma que a política econômica pode afetar tanto a quantidade dos insumos quanto a sua produtividade: Esforços simultâneos no sentido de melhorar a política econômica e ampliar o capital humano e físico podem gerar um retorno excepcionalmente alto. (Banco Mundial, 1991: 53)

O *RDM 1991* também se sente autorizado a afirmar, com base nessa evidência, que as políticas de substituição de importações podem aumentar os investimentos físicos, mas reduzem a eficiência e a difusão do progresso tecnológico e, consequentemente, a produtividade. Logo, a menor produtividade da América Latina entre 1973-87 deve-se sobretudo às tarifas elevadas de importação.

No seu otimismo com a potencialidade das políticas internas, o *RDM 1991* não se dá conta de que a PTF, segundo seus próprios cálculos, tem uma queda substancial (de cerca de 50%) entre 1973-87 até nos países do Leste Asiático, tornando o retorno das políticas internas sujeito a rendimentos fortemente decrescentes por razões que ficam inexploradas. É impossível aceitar que as "novas" variáveis explicativas da produtividade introduzidas pelo *RDM 1991*, em especial as educacionais, que têm maior peso, tenham piorado tão substancialmente no período mais recente que justifiquem tamanha redução da PTF nas regiões em desenvolvimento.

A fé no modelo leva à aceitação descuidada de um resultado absurdo na contabilidade do crescimento para a América Latina entre 1973-87: a contribuição da PTF é de -48% na "explicação" da taxa de crescimento da renda *per capita* regional neste período (+25% no período 1960-73), resultado atribuído à segunda fase das políticas de substituição de importações (a industrialização pesada) e às demais políticas públicas. Até a publicação do *RDM 1991*, pode-se dizer que há um certo consenso entre os economistas do *mainstream* que os custos do protecionismo, em termos de crescimento da produtividade, são relativamente baixos. Nenhuma prova empírica é acrescentada pelo *RDM 1991* que justifique a brutal escalada desses custos. Note-se mais uma vez que a periodização apresentada (1973-87) não apresenta evidente coincidência apenas com a fase da industrialização pesada nos principais países latino-americanos, mas com uma fase de intensos choques

---

[161] Pinheiro (1992) critica a utilização de análises de regressão nesses testes, afirmando que a demonstração de uma correlação entre o crescimento e algumas variáveis dependentes, relativamente fácil de ser alcançada, não implica que haja uma correlação de causa e efeito. Há um problema de simultaneidade na relação entre o crescimento e essas variáveis, permitindo várias interpretações alternativas de causalidade. O próprio *RDM 1991* afirma que: As variáveis em consideração pode não ser fontes "independentes" de bom desempenho; não houve comprovação de causalidade; e certas variáveis omitidas na análise podem estar afetando os resultados. (Banco Mundial, 1991:53)

externos e de transformações estruturais de larga envergadura na economia internacional.[162]

Ao discutir se medições econométricas podem orientar as políticas do desenvolvimento, o *RDM 1991* parece consciente da fragilidade empírica das correlações positivas entre desempenho e políticas (Banco Mundial, 1991: 51). No entanto, justifica as suas conclusões como um esforço de combinar o conhecimento obtido a partir das descrições analíticas da história econômica com o das análises puramente econométricas. Neste esforço, o *RDM 1991* cumpre um papel inestimável, fornecendo uma base intelectual à formação de um consenso neoliberal na América Latina, enfatizando a necessidade de perseguir os equilíbrios macroeconômicos, buscar a competitividade global e a eficácia empresarial, aumentar os incentivos ao esforço individual e, sobretudo, assegurar a liberdade de empreender sem excessiva regulação estatal. Finalmente, pode-se concluir que a transformação das economias do Leste Asiático, um possível objeto de emulação e imitação na América Latina, em modelos das virtudes do capitalismo neoliberal, é a grande contribuição do *RDM 1991* ao CW.

Elaboradas entre 1985-91, durante o auge ideológico do neoliberalismo, as idéias do BM sobre desenvolvimento econômico expressas no *RDM 1991* defendem que há somente uma via para o desenvolvimento e que ela deve ser seguida por todos os países em desenvolvimento. O cientista político Adam Przeworski denuncia tratar-se de um projeto intelectual, traçado no interior do universo acadêmico dos EUA e adotado pelas instituições multilaterais de Washington, que propositadamente ignora que as economias capitalistas diferem muito entre si no papel do Estado, nas qualidades distributivas das suas estruturas de propriedade e instituições, e nas estratégias de desenvolvimento. Denomina de "modernização via internacionalização" essa via única de desenvolvimento e aponta para a sua novidade histórica:

> Essa estratégia parece sem precedentes na história. Todas as tentativas anteriores de modernização concebiam o desenvolvimento como um projeto ligado à independência nacional, econômica e política. Todos os líderes modernizadores anteriores asseveravam a importância das culturas nacionais e tinham em vista um crescimento liderado por indústrias nacionais e orientado para mercados locais. Em contraste, a estratégia da modernização pela internacionalização explicitamente aceita uma submissão pelo menos parcial da soberania nacional nos domínios políticos, econômico e cultural. Essa estratégia abre os mercados locais à penetração estrangeira, abole as barreiras culturais e busca moldar as instituições políticas conforme modelos desenvolvidos em outros lugares. (Przeworski, 1993: 223)

3.5 A Economia Política das Reformas Estruturais

---

[162] Como destacam Fanelli, Frenkel e Taylor (1992) no Capítulo 6, as respostas aos choques externos (especialmente, petróleo, termos de troca e juros) dominam a política econômica na América Latina nesse período.

Duas questões dominam o debate no *RDM 1991* sobre "a arte das reformas estruturais": sua seqüência e a rapidez na sua implementação. Para o *RDM 1991*, as expectativas do setor privado decidem a sorte das reformas. Se as reformas têm credibilidade, os investimentos privados reagem imediatamente e transferências adicionais de recursos do exterior (a começar pela repatriação dos capitais) reforçam a confiança nas políticas e instalam um círculo virtuoso. Se o setor privado paga para ver (*wait-and-see*), não restaurando a confiança e os investimentos antes que o governo demonstre seu firme compromisso com as reformas, o programa reformista pode fracassar.

Como proposição geral, a credibilidade do governo costuma ser tanto maior quanto mais estável for a economia, o que recomenda a concentração dos esforços iniciais na estabilização macroeconômica, aumentando as chances das demais reformas.[163]

Dornbusch (1991), a exemplo de vários economistas do *mainstream*, argumenta que o ajustamento é uma condição necessária, mas não suficiente, para a retomada do crescimento. A estabilização costuma fracassar por causa da recessão e dos problemas distributivos associados à estabilização ortodoxa e porque o financiamento externo para as políticas de oferta, especialmente aquelas que exigem a elevação das importações, não está disponível. As maiores incertezas associadas ao ambiente recessivo e à escassez de divisas podem ocasionar retardações importantes nas decisões de retorno do capital expatriado e nas outras decisões que envolvem investimentos privados. O mercado não resolve automaticamente esses problemas de coordenação. A proposta para obter rapidamente a confiança dos investidores privados, na crucial fase inicial de um plano de estabilização, envolve substancial apoio externo, fornecendo os recursos para as autoridades monetárias defenderem a taxa de câmbio, que deve permanecer fixa por algum tempo para reduzir rapidamente a inflação, o risco cambial (incentivando a volta do capital repatriado) e angariar maior apoio político.

O *RDM 1991* propõe, alternativamente, uma dúbia "economia política da reforma" suprimindo os problemas de coordenação mencionados acima, defendendo um tratamento de choque (um *big bang*, com a concentração das reformas num período máximo de dois anos) como sendo especialmente adequado nos casos em que se registram muitos fracassos nas tentativas anteriores de estabilização e falta credibilidade ao governo, situação em que se enquadra o Brasil.[164]

---

163 A posição oficial do Banco Mundial até então é primeiro estabilizar e a seguir promover os ajustes estruturais. Ver Michalopoulos, 1987.

164 À primeira vista, essa posição é inexplicável, uma vez que são notórias as vantagens do gradualismo descritas pelo próprio *RDM 1991*, minimizando os custos dos "erros" de política ou das modificações drásticas na distribuição da renda durante a implementação das reformas.

Segundo o *RDM 1991*, um "tratamento de choque" pode elevar a credibilidade do governo no setor privado:

> A ação rápida pode aumentar a sustentabilidade política da reforma quando impede um ataque conjunto de determinados grupos de interesses contra mudanças de interesse geral. Uma mudança arrojada é especialmente necessária quando falta credibilidade ao governo. Em países em que a política tem vacilado e os programas de reforma surgem e desaparecem, os agentes privados tendem a reagir lentamente ao anúncio de mais um pacote de reformas - principalmente se o pacote é gradual. Uma reforma conclusiva pode ajudar a transformar as expectativas em relação ao compromisso do governo e, com isso, contribuir para o seu sucesso. (Banco Mundial, 1991: 133)

A sustentação política das reformas pode ser maior quando o seu anúncio, por um governo recém empossado, prometer resolver crises econômicas agudas:

> O ajustamento geralmente ocorre em um clima de crise. Convém que o governo tire proveito da possibilidade ampla e talvez passageira de reforma permitida pela crise, colocando as reformas mais drásticas logo no início da crise. (Banco Mundial, 1991: 133)

O que justifica a mudança nas posições tradicionais do BM sobre a seqüência e a velocidade das reformas estruturais?[165] Cinco fatores podem ser oferecidos à reflexão. Primeiro, a influência dos resultados, julgados positivos, dos "tratamentos de choque" na Bolivia, Chile, Gana, México e Polônia, em face dos resultados negativos de diversas reformas "parciais". Segundo, o reconhecimento pelos técnicos do BM de que o programa de estabilização do FMI é francamente recessivo, ao menos no curto prazo, tornando-se rapidamente impopular.[166] Terceiro, os regimes de transição à democracia, típicos de vários grandes devedores na década de 80, parecem ter uma base política demasiado fluida para administrar seqüencialmente as reformas. Quarto, evitar a acusação de discriminação pelos países do Leste Europeu, onde o *big bang* sugerido pelo BM torna-se uma prática generalizada. Quinto, possivelmente o mais decisivo, porque não há vontade política nos países avançados em fornecer os recursos externos para facilitar a coordenação estatal reclamada por Dornbusch (1991) e outros.

Se as reformas devem ser implementadas simultaneamente, a discussão anterior sobre sua seqüência torna-se em boa parte obsoleta. A única das

---

165 A posição tradicional do BM é que a estabilização com reformas deve se dar em três fases: na primeira, os países devem efetuar a estabilização; na segunda, desencadear a reforma do regime de comércio exterior e a desregulação da economia para elevar a concorrência; na última, remover os obstáculos ao IDE e retomar os investimentos públicos complementares aos privados.

166 Especialmente nos países em que os sindicatos têm presença ativa na vida política nacional, uma vez que o FMI e o *RDM 1991* sugerem "flexibilizar o mercado de trabalho" - um eufemismo retórico empregado para reduzir ou manter baixos os salários reais para atenuar os efeitos recessivos e inflacionários do programa de estabilização do FMI. Esta questão torna-se ainda mais crucial quando há necessidade de acomodar por meio dessa "flexibilização" a abertura comercial, como salienta Mussa (1987).

recomendações tradicionais que ainda permanece no *RDM 1991* é que a liberalização comercial e a flexibilização do mercado de trabalho devem preceder à liberalização da conta de capital, dado que os mercados de ativos reagem mais rapidamente às mudanças na conjuntura do que os mercados de trabalho e mercadorias. Procura-se evitar, assim, que uma liberalização prematura da conta capital gere especulação e instabilidade financeira internas, comprometendo as próprias reformas. Como se mostra no Capítulo 8, esta derradeira cautela não resiste por muito tempo.

Novamente, os cientistas políticos têm sido os mais perceptivos ao denunciar o provável enfraquecimento das instituições democráticas e os maiores conflitos potenciais associados ao estilo de governar com reformas decididas por um grupo reduzido de tecnocratas e impostas por meio de medidas emergenciais:

> O estilo de formular políticas inerentes aos programas neoliberais de reforma econômica contribui para isso da seguinte maneira. Sendo dolorosa a 'cura' neoliberal, com custos sociais significativos, as reformas tendem a ser iniciadas a partir de cima e desencadeadas de surpresa, independentes da opinião pública e sem a participação de forças sociais organizadas. As reformas tendem a ser postas em vigor por atos arbitrários ou empurradas através de legislativos sem quaisquer mudanças que reflitam a divergência de interesses e opiniões. O estilo político de implementação tende no sentido do governo por decreto; os governos tentam mobilizar suas bases de apoio, ao invés de aceitar os compromissos que resultariam da consulta pública. No final a sociedade fica sabendo que pode votar mas não escolher; legislativos são levados à impressão de que não têm papel a desempenhar na elaboração de políticas; partidos políticos, sindicatos e outras organizações nascentes aprendem que suas vozes não contam. O caráter autocrático dessas reformas 'estilo Washington' ajudam a minar as instituições representativas, a personalizar a política e a engendrar um clima em que a política fica reduzida a trapaças ou então inflada numa busca de redenção. Assim, mesmo quando as políticas neoliberais fazem sentido economicamente elas debilitam as instituições representativas. (Przeworski, 1993: 224)

No Capítulo seguinte, aprofunda-se o debate no âmbito do *mainstream* sobre as recomendações iniciais do Consenso de Washington em três conferências realizadas entre novembro de 1989 e janeiro de 1993.

4. CONSOLIDANDO O CONSENSO DE WASHINGTON: AS DUAS CONFERÊNCIAS DE WASHINGTON E A DE JERUSALÉM

Introdução

Em novembro de 1989, conhecido *think-tank* americano, o *Institute for International Economics* (IIE), promove uma conferência, em Washington, sobre o processo de ajustamento na América Latina na década de 80. Os ensaios de abertura e fechamento (Williamson, 1990a e 1990b) refletem a visão que se torna majoritária entre os economistas do *mainstream* sobre as políticas necessárias e desejáveis para restabelecer o crescimento econômico regional. Essas políticas tornam-se as recomendações do que, desde então, se denomina o CW.[167] Para verificar o andamento das reformas na região, são apresentados os estudos de caso de oito países latino-americanos.[168]

Williamson (1990a) resume o conteúdo do CW como sendo constituído de austeridade macroeconômica, desenvolvimento para fora (*outward-oriented*) e liberalização interna nos países devedores. O CW é principalmente sobre o que os devedores devem fazer para "colocar a casa em ordem", dando por suposto que as reduções do serviço e do estoque da dívida externa, previstas no Plano Brady, são a única opção viável no processo de renegociação das dívidas externas.[169]

O decálogo do CW, um *mix* de instrumentos de política econômica e reformas estruturais, é o seguinte (Williamson, 1990a): disciplina fiscal, novas prioridades para o gasto público, reforma fiscal, liberalização financeira, taxas de câmbio competitivas, liberalização comercial, liberalização do IDE, privatização das empresas estatais, desregulação das atividades econômicas e fortalecimento dos direitos de propriedade.

Em janeiro de 1990, numa promoção conjunta do BID e do Banco de Israel, realiza-se outra conferência sobre os problemas de estabilização em países com regimes de alta inflação, em Jerusalém. Trata-se de uma atualização dos temas desenvolvidos na conferência de Toledo em junho de 1987 (Bruno *et al.*, 1988).

---

[167] Williamson (1990a) denomina CW a uma dezena de instrumentos de política cuja recomendação é consensual entre as instituições multilaterais situadas em Washington (FMI, Banco Mundial e BID), o executivo americano e acadêmicos do *mainstream* especializados em países em desenvolvimento.

[168] Os oito países latino-americanos são Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Venezuela. São também discutidos casos de pequenos países da América Central e do Caribe.

[169] Numa intervenção sobre a renegociação mexicana no âmbito do Plano Brady, num dos vários painéis de discussão da primeira conferência de Washington, um economista do Banco Mundial observa que os descontos obtidos pelo México dos bancos credores, julgados baixos por muitos observadores, é determinado pelo volume do financiamento colocado à disposição do governo mexicano pelas instituições multilaterais (US$ 7 bilhões) para a compra dos novos títulos emitidos e do colateral, garantindo os pagamentos dos juros dos novos títulos.

Em janeiro de 1993, o IIE realiza uma segunda conferência em Washington sobre a economia política das reformas. O objetivo declarado dessa conferência é dar uma orientação política adequada aos reformadores retardatários sobre a arte de iniciar e implementar as reformas recomendadas pelo CW. Desta vez, são analisados casos da América Latina, de alguns países da Europa (Ocidental, Central e Oriental) e do Sudeste Asiático que, em comum, adotam as reformas prescritas pelos CW, com graus variáveis de sucesso ou fracasso.[170] Para descreverem os casos nacionais, são convidados economistas envolvidos diretamente com as reformas do seu país, que respondem à seguinte questão geral: quais os fatores políticos que tornam possível o sucesso das reformas?

Para elucidar o processo de consolidação do CW entre os economistas do *mainstream* internacional (particularmente entre aqueles ligados profissionalmente à América Latina) e latino-americano no final da década de 80, analisam-se o conteúdo das propostas e os estudos de caso apresentados nessas três conferências nos próximos cinco itens. No primeiro, apresentam-se as medidas recomendadas para as políticas de estabilização. No segundo, as recomendações para as reformas estruturais. No terceiro, discute-se brevemente a principal questão ausente nessas conferências - o financiamento externo. No quarto, examinam-se as principais conclusões dos estudos de caso para a Argentina e o Brasil, os países retardatários na adoção das propostas, e para o Chile e o México, os exemplos regionais de "sucesso". No quinto, analisam-se as recomendações retiradas da "economia política" das reformas, segundo os economistas envolvidos diretamente neste processo.

4.1 As Políticas de Estabilização

Nessas conferências, a opção majoritária dos economistas do *mainstream* é por instrumentos tradicionais de política econômica, aplicados de forma compatível com os programas de estabilização patrocinados pelo FMI, adicionados de uma eventual pitada heterodoxa, as políticas de renda, acaso necessárias e possíveis. Vários participantes do debate vão se referir a esta combinação como a "nova ortodoxia", refletindo também sua tácita aprovação às novas condicionalidades cruzadas impostas pelo Plano Brady e à divisão de trabalho entre FMI e BM nessas condicionalidades, pela qual o primeiro encarrega-se das políticas de estabilização e o segundo das reformas estruturais.

---

[170] Selecionam-se 11 casos nacionais de "sucesso" (Austrália, Chile, Colômbia, Coréia do Sul, Espanha, Indonésia, México, Nova Zelândia, Polônia, Portugal e Turquia) e dois de "fracasso" (Brasil e Peru). Discute-se também o estado das reformas nas economias em transição (Bulgária, Rússia e Ucrânia). É excluída a África, onde as reformas têm sido implementadas sem grandes sucessos sob a supervisão direta das instituições multilaterais sediadas em Washington.

Política Fiscal:

Das 10 medidas listadas por Williamson (1990a), três referem-se diretamente à política fiscal (disciplina fiscal, prioridades nos gastos públicos e reforma tributária) e uma indiretamente (privatizações).

Williamson sente-se na obrigação de ressaltar que Washington nem sempre pratica o que recomenda, referindo-se ao notório descontrole do déficit público dos EUA na década de 80. Sua afirmação reflete o consenso majoritário atingido nesta década entre os economistas do *mainstream*: a política fiscal não é eficaz para aumentar o nível de atividade e emprego no médio prazo.[171]

No caso dos países em desenvolvimento, déficits fiscais significativos e persistentes são responsabilizados pela permanência da inflação, desequilíbrios no balanço de pagamentos e fuga de capitais.[172] Mais ainda, a sua persistência só pode indicar falta de vontade política ou desonestidade dos governos desses países (o tema da corrupção passa a ser freqüente na retórica do CW).

Dornbusch (1990) resume o principal equívoco apontado pelos economistas do CW nas estabilizações mal sucedidas: excesso de confiança nas políticas de renda e insuficiente ajuste fiscal. O legado das estabilizações frustradas, sendo a Argentina o melhor exemplo, são a sobrevalorização cambial e a inflação reprimida.

Os economistas considerados "heterodoxos" no *mainstream*, como Michael Bruno, presidente do Banco de Israel e anfitrião da conferência de Jerusalém, confirmam que as experiências inflacionárias extremas na América Latina são o resultado de crises internas, refletindo uma resposta deficiente aos choques externos e aos crescentes estoques de dívidas. As crises podem ser atribuídas a causas internas comuns, notadamente aos déficits fiscais. O regime de alta inflação é meramente uma manifestação de uma crise profunda subjacente na economia real. Uma estabilização dos preços bem-sucedida deve ser apenas o primeiro passo num processo de mais longo prazo de reformas estruturais (Bruno, 1991a).[173]

---

171 Williamson (1990b) destaca que nenhum economista presente à conferência de Washington argumenta que reduzir o déficit público pode ter conseqüências recessivas.

172 Déficits fiscais acima de 2% do PIB, segundo Williamson, denotam má gestão econômica. Porém, admite déficits fiscais maiores para acomodar investimentos em infra-estrutura, uma posição longe de ser consensual.

173 Note-se que a estabilização israelense, executada por Bruno, não é acompanhada das reformas estruturais neoliberais que se tornam o padrão latino-americano, e o apoio externo, da diáspora judaica e especialmente dos EUA foi decisivo, oferecendo e firmando um tratado de livre comércio com Israel. O ajuste fiscal é facilitado pelo corte nos gastos militares, excessivos no novo contexto geopolítico regional na década de 80.

Destaque-se que Bruno (1991a) permanece fiel à sua posição anterior, de que a estabilização em regimes de alta inflação envolve medidas ortodoxas de políticas monetária e fiscal, mas que têm um custo demasiadamente elevado quando implementadas num enfoque gradualista.[174] Na presença de inércia inflacionária, o enfoque ortodoxo é necessário mas não suficiente: a simples correção dos fundamentos não elimina a inércia inflacionária. É necessária uma intervenção suplementar direta no processo de formação nominal dos principais preços da economia (a "heterodoxia"), tal como um congelamento temporário dos preços, dos salários e da taxa de câmbio para reduzir substancialmente o custo inicial da desinflação.

Reconhece, porém, que desde a conferência de Toledo as experiências nacionais de estabilização "heterodoxas" se diferenciam muito mais do que o previsto. Em dois casos (Argentina e Brasil), verifica que a trajetória dinâmica da economia muda após os fracassos dos choques estabilizadores, especialmente no tocante à formação dos preços. A falta de credibilidade, conseqüência dos fracassos, reflete-se nas expectativas privadas, que se tornam mais elásticas, tentando antecipar as próximas intervenções públicas. As expectativas privadas mais instáveis e *forward looking* jogam esses países na rota da hiperinflação.

Williamson (1990a) tem inicialmente dúvidas sobre a natureza e os indicadores da disciplina fiscal: a meta deve ser erradicar os déficits públicos ou restringi-los a um crescimento julgado sustentável da dívida pública?[175] Qual o indicador de déficit fiscal (nominal, primário ou operacional) que deve ser controlado nos países com regimes de alta inflação? Ao término da conferência, suas dúvidas estão dissipadas (Williamson, 1990b): denomina como "substancial consolidação fiscal", a meta a ser perseguida, o espetacular resultado de seis países da América Latina que apresentam um superávit primário superior a 6% do PIB.

No balanço final da conferência, Williamson incentiva o ajuste fiscal dos países recalcitrantes, argumentando que os efeitos recessivos de uma contração fiscal podem não se verificar ou ser de curta duração (o *crowding out* seria mais do que completo nos países latino-americanos, dado o seu efeito devastador sobre a confiança dos investidores privados).

---

[174] Regimes de alta inflação denominam os casos nacionais em que a inflação é alta e crônica, com taxas mensais de 5% a 25%, e a inflação anual em três dígitos. Nestes regimes, a principal característica é um alto grau de indexação ou acomodação nominal das principais variáveis econômicas. Israel, Argentina, Brasil e México são os exemplos mais conhecidos na década de 80.

[175] Uma discussão contemporânea sobre os indicadores da política fiscal encontra-se em Chouraqui, Hagemann e Sartor (1990). Williamson (1990a) propõe estabilizar a relação dívida pública/PIB em 0,4, no máximo, para os países latino-americanos (comparativamente, o tratado de Maastricht prevê uma relação máxima de 0,6).

Para reduzir o déficit público, o CW prefere cortar gastos do que elevar receitas públicas.[176] A composição dos gastos encontra-se também sujeita ao crescente escrutínio das instituições multilaterais. Em primeiro lugar, exige-se a eliminação ou redução dos subsídios. Subsídios aparecem claramente na discussão com o significado amplo que posteriormente é adotado ao final da Rodada Uruguai, vale dizer, devem exigir uma contribuição financeira do governo ou de algum órgão público (transferências diretas de fundos, transferências potenciais de fundos ou obrigações, créditos fiscais, compra e venda de qualquer bem ou serviço produzido, exceto os que sejam partes integrantes da infra-estrutura geral).[177]

Em segundo lugar, respondendo às fortes críticas provenientes da UNICEF (Cornia, Jolly e Stewart, 1987) e de diversas ONGs na década de 80, o CW defende que os gastos públicos em educação e saúde, destinados aos mais pobres, não sejam sacrificados. Para preservar a austeridade fiscal, as ênfases, note-se mais uma vez, são em programas restritos a certos grupos e baratos *per capita* (a educação primária na educação; o atendimento primário e o tratamento preventivo na saúde; programas sociais dirigidos aos mais pobres). Os programas mais caros e/ou de maior qualidade, como educação superior e medicina clínica, devem ser pagos.

Em terceiro lugar, investimentos públicos em infra-estrutura não devem ser sacrificados, apesar desta recomendação ser crescentemente substituída pela de privatização dos serviços públicos.

Segundo Williamson (1990a), a reforma tributária sugerida pelo CW recomenda simplificar o recolhimento dos tributos, aumentar a base tributária e estabelecer alíquotas marginais moderadas, conforme o espírito da reforma tributária de 1986 nos EUA. Dornbusch (1990) complementa a recomendação, lembrando que o combate à sonegação é essencial para um ajuste fiscal na América Latina. A sugestão "heterodoxa" de Williamson (1990a), ignorada pelos demais participantes, é a sua insistência em taxar, através de acordos internacionais, o capital expatriado desses países.[178]

---

176 Há maiores discordâncias nesse ponto. Por exemplo, Dornbusch (1990) manifesta-se contrário ao corte do nível de gastos como solução preferencial, propondo a elevação da carga tributária e mudanças na composição dos gastos públicos para assegurar a retomada do investimento em infra-estrutura e a criação de programas sociais destinados a combater a pobreza.

177 Note-se, novamente, que as instituições multilaterais com o apoio de economistas do *mainstream*, sob o pretexto de "disciplina fiscal", exigem a implementação de medidas cuja natureza e legalidade estão sendo objeto de negociações multilaterais na Rodada Uruguai, ainda em andamento. A definição de subsídio adotada nesta Rodada e suas implicações para os países em desenvolvimento encontram-se em Presser (1996).

178 A sugestão havia sido originalmente feita em Lessard e Williamson (1987).

Williamson comprova (1990b), em seu balanço final, que as reformas tributárias efetivadas ou em andamento na América Latina têm como principais características aumentar a base tributária, diminuir as alíquotas marginais e elevar os impostos indiretos. Vale dizer, são regressivas e não promovem a justiça tributária, apesar da retórica em favor de uma melhor distribuição de renda.

Política Monetária:

Williamson (1990a) apresenta dois princípios gerais defendidos pelo CW para a política monetária: 1) as taxas de juros devem ser determinadas pelo mercado; taxas seletivas, favorecendo determinados setores, são uma fonte crônica de corrupção; 2) as taxas reais de juros devem ser positivas, para encorajar a poupança e desencorajar as fugas de capitais.

O próprio Williamson qualifica imediatamente o segundo princípio, afirmando que as taxas devem ser positivas porém moderadas, para incentivar o investimento produtivo e não dificultar o ajuste fiscal, pelo aumento do serviço da dívida pública interna.

Stanley Fischer, na época o economista-chefe do Banco Mundial, insiste que o CW coloca ênfase numa reforma financeira mais ambiciosa do que as simples diretivas para as taxas de juros descritas por Williamson, que deve ser considerada parte do pacote de reformas destinado a criar um setor privado eficiente (Fischer, 1990).[179]

Dornbusch (1990) afirma que a política monetária não pode ter um papel independente na estabilização: é determinada pela escolha das políticas fiscal ou cambial. Para Dornbusch, a única opção disponível para os países em desenvolvimento atingir taxas de juros reais baixas no médio prazo é manter o orçamento equilibrado e uma taxa cambial supercompetitiva. Se, após efetuados o ajuste fiscal e a desvalorização, as taxas de juros ainda permanecem muito elevadas, Dornbusch sugere monetizar um eventual acréscimo das reservas internacionais. Particularmente, Dornbusch não favorece a opção de elevadas taxas de juros reais para manter a taxa de câmbio como âncora nominal e assegurar uma rápida queda da inflação, solução que, a seu ver, prejudica a economia real. Dornbusch também se insurge contra a recomendação tradicional do FMI de manter taxas de juros positivas e relativamente altas como forma de mobilizar a poupança privada e melhorar a

---

[179] Refere-se certamente à eliminação da "repressão financeira" recomendada pelo BM no seu *Relatório sobre o Desenvolvimento Mundial 1989*, no qual o BM exige reformas financeiras que promovam a desregulação dos sistemas financeiros nacionais nos países em desenvolvimento, particularmente o fim dos créditos direcionados e subsidiados.

alocação dos recursos, argumentando que o lento crescimento é o resultado empírico mais freqüente dessa recomendação.[180]

A posição de Dornbusch é minoritária no CW. Williamson (1990b), no balanço final, reconhece que a sua sugestão inicial, taxas de juros reais moderadas, deve ser interpretada como um dos sinais de sucesso da estabilização e não como uma meta da política econômica para a maioria dos economistas na conferência.

No painel de encerramento da conferência de Jerusalém, Stanley Fischer reflete a posição majoritária entre economistas do CW nas suas reflexões pessimistas sobre as dificuldades de retomar o crescimento (Bruno *et al.*, 1991b). Dois efeitos colaterais da estabilização *a la FMI* prejudicam o crescimento: a redução da demanda agregada pelo ajuste fiscal e a elevação das taxas de juros reais. A medida compensatória para elevar a demanda agregada é incentivar as exportações por meio de uma desvalorização. As taxas de juros reais elevadas são um problema mais difícil, porque desincentivam os investimentos e podem criar crises financeiras. Porém, não podem ser baixas desde o início. A solução proposta por Fischer é alcançar um superajuste fiscal no início do programa para influenciar as expectativas. A seguir, implementar as reformas estruturais para restaurar o crescimento: a liberalização comercial, a reforma fiscal, a reforma financeira e a reforma do sistema regulatório.

Uma dificuldade adicional é que os regimes de alta inflação devem efetuar a estabilização sem contar inicialmente com o apoio financeiro do Banco Mundial que, segundo Fischer, não concede empréstimos para ajustamentos estruturais em condições macroeconômicas julgadas inapropriadas. Após, implementar as reformas estruturais, quando há possibilidade de contar com algum apoio externo. Removidas as "distorções" com as reformas, resta esperar a restauração da confiança do setor privado na economia do país que, infelizmente, parece requerer um longo tempo.

Nos quatro casos de "sucesso" dos oito abordados na conferência de Jerusalém[181] (Bolívia, Chile, Israel e México), as inflações permanecem

---

180 Dornbusch (1991), em outro artigo publicado nessa época, investe contra a reforma do setor financeiro dos países em desenvolvimento proposta pelo BM no *Relatório sobre o Desenvolvimento Mundial, 1989*. Nele, o BM propõe oferecer taxas de juros reais positivas aos investidores para elevar a poupança interna. Dornbusch contesta a suposta relação direta entre taxas de juros reais positivas, maior poupança e maior crescimento suposta neste estudo. A evidência empírica ali apresentada deve ser entendida apenas como a comprovação de que taxas de juros reais altamente negativas não são benéficas ao crescimento. Isolados estes casos anômalos, desaparece essa suposta correlação positiva e taxas de juros reais positivas não elevam a poupança privada.

181 Dos oito casos estudados, cinco são latino-americanos (Argentina, Bolívia, Brasil, Chile e México). Turquia e Iugoslávia são adições para incorporar outras experiências regionais na amostra, além daquela do país anfitrião, Israel.

próximas a 20% anuais e apenas o Chile apresenta crescimento satisfatório no final da década de 80. O tom pessimista no painel de encerramento, iniciado por Fischer, prossegue com a constatação de Nissan Liviatan de que é muito lenta a reconstrução da credibilidade perdida das autoridades monetárias, requerendo uma firme determinação fiscal e grande tolerância com os efeitos colaterais negativos da manutenção da âncora nominal escolhida, como o maior desemprego, por exemplo (Bruno *et al.*, 1991b).

Política Cambial:

Na discussão sobre qual o regime cambial adequado para os países da América Latina, os economistas do CW inclinam-se maioritariamente por manter uma taxa de câmbio "competitiva". O nível da taxa de câmbio é mais importante do que as regras na determinação desta taxa e a liberalização da conta capital não se deve constituir numa prioridade da política econômica (Williamson, 1990a).

Segundo Williamson, o teste para saber se uma taxa de câmbio é "competitiva" é a sua consistência com os objetivos macroeconômicos de médio prazo. Como o modelo de ajustamento favorecido pelo CW é "para fora" (*outward-oriented*), a taxa de câmbio real deve assegurar uma taxa de crescimento das exportações tal que garanta o crescimento da economia nacional à maior taxa permitida pela sua capacidade potencial, mantendo o déficit em conta corrente numa magnitude que possa ser financiada voluntariamente pelos mercados de capitais internacionais. Na prática, dado o pessimismo com o retorno dos fluxos de capitais privados, significa uma taxa de câmbio desvalorizada em vista dos valores históricos das taxas de câmbio reais.

Richard Feinberg, cientista social americano especializado na América Latina, em seu comentário ao primeiro ensaio de Williamson, nota que apesar de ter adotado a fórmula "reformas mais redução da dívida", o CW não coloca muita ênfase na questão do financiamento externo, já que permanecem agudas as divergências sobre como distribuir a redução da dívida externa entre credores e devedores e não se prevê o restabelecimento de uma transferência real positiva no futuro próximo para a América Latina (Feinberg, 1990).[182]

Permanecendo o serviço da dívida externa como problema relevante, o economista neo-estrutralista chileno Patrício Meller salienta, em seu comentário ao mesmo ensaio, que a exigência de uma taxa de câmbio "competitiva", numa economia que também deve liberalizar seu regime de comércio exterior, implica manter uma taxa substancialmente desvalorizada para produzir um superávit comercial que equilibre a conta corrente, na ausência de fluxos externos compensatórios (Meller, 1990a) .

---

[182] Williamson (1990a) sublinha claramente o interesse nacional dos EUA em continuar recebendo o pagamentos dos juros da dívida externa e apoiar programas de ajustamento interno que preservem este interesse.

Stanley Fischer levanta um problema que assume grande relevância no futuro próximo: afirma não ter certeza de que o CW discorde da liberalização da conta capital ser efetuada em simultâneo com a liberalização comercial, como afirma Williamson. O retorno dos capitais expatriados, uma das mais freqüentes recomendações do CW para superar a restrição externa, torna-se um evento improvável na presença de controles às movimentações financeiras (Fischer, 1990).

Outros economistas latino-americanos reforçam a conclusão de Meller. Eliana Cardoso e Daniel Dantas, em seu ensaio sobre o ajustamento do Brasil, afirmam que o formidável superávit comercial entre 1983-88 foi alcançado por políticas (desvalorizações, subsídios às exportações e controle das importações) que se encontram esgotadas. A desordem macroeconômica subseqüente ameaça a própria manutenção deste superávit, justificando-se a necessidade de reduzir as transferências externas diante da provavelmente renovada restrição externa, que se julgava superada (Cardoso e Dantas, 1990).

Dornbusch, por sua vez, enfatiza os perigos da valorização excessiva da taxa de câmbio nos programas de estabilização. A valorização excessiva acaba por criar expectativas de desvalorização, tornando necessárias elevadas taxas de juros reais, com impactos negativos nas contas fiscais, para evitar ataques especulativos à cotação da moeda nacional. A reiterada negativa em desvalorizar costuma finalizar numa crise cambial e no fracasso do programa de estabilização. Reconhece que os programas de estabilização na América Latina, dados os níveis elevados de inflação, necessitam iniciar com uma taxa de câmbio fixa para assegurar um fim rápido e coordenado da inflação. Porém, a resposta pragmática para evitar a adoção permanente de altas taxas de juros reais é adotar um regime de minidesvalorizações (*crawling peg*) para a taxa de câmbio, logo após o primeiro trimestre de vigência dos programas, desvalorizando a taxa de câmbio de acordo com as necessidades de manutenção da competitividade externa. Naturalmente, admite que essa opção significa optar por um maior crescimento ao custo de conviver com taxas de inflação mais elevadas (Dornbusch, 1990).[183]

Um economista do Banco Mundial indaga-se, num dos painéis, como substituir a taxa de câmbio no papel de âncora nominal dos preços nos programas de estabilização, uma vez que a valorização se revela excessiva e se torna necessário desvalorizar? Esta pergunta desencadeia as mais diversas respostas, revelando a complexidade da tarefa, mesmo para um grupo de economistas tão coeso: garantir que a economia esteja completamente

---

[183] Note-se que ao efetuar essa proposta Dornbusch afasta-se dos economistas do *mainstream* com maiores preocupações práticas na "economia política" da estabilização, para os quais a manutenção da inflação baixa traz vantagens políticas relevantes ao processo de reformas.

desindexada, realizar um superajuste fiscal, substituir por uma âncora monetária e substituir por uma meta nominal de crescimento da inflação.[184]

Williamson, nas conclusões da primeira conferência, rejeita a utilização da taxa de câmbio como âncora nominal para os preços num programa de estabilização, dados os riscos de valorização real, optando por recomendar a adoção de um *mix* de políticas monetária e fiscal que garanta uma determinada meta nominal para a renda nacional (Williamson, 1990b).[185]

Um ponto de vista ainda minoritário nessa conferência sobre o regime cambial adequado para os países da América Latina é introduzido pelo conhecido monetarista Allan Meltzer, nos seus comentários ao primeiro ensaio de Williamson. Meltzer defende uma proposta mais radical de âncora cambial, qual seja, substituir os bancos centrais por conselhos da moeda (*currency boards*), que não devem permitir nem monetizar do déficit fiscal nem modificar a taxa de câmbio nominal. Nestes regimes cambiais, a taxa de câmbio deve ser fixa e a emissão de moeda nacional deve se submeter ao movimento das reservas internacionais, assegurada a plena conversibilidade da moeda nacional. Segundo Meltzer, essa é a forma mais rápida de elevar a credibilidade das autoridades monetárias, que é quase nula na maioria dos países da América Latina, e reduzir os custos do ajustamento (Meltzer, 1990).[186]

4.2 As Reformas Estruturais

Uma das características notáveis do CW é a exigência de uma série de reformas drásticas no lado da oferta para promover o desenvolvimento "para fora" e favorável ao mercado (*outward-oriented* e *market-oriented*). Williamson apresenta cinco áreas em que reformas substanciais são esperadas pelo CW, vale dizer, que passam a estar sujeitas a novas condicionalidades nos empréstimos das instituições multilaterais: política comercial, investimento direto, privatizações, desregulação da economia e direitos de propriedade (Williamson, 1990a).[187]

---

184 A pergunta e as respostas encontram-se na discussão pelo plenário de Cardoso e Dantas (1990).

185 A recomendação de Williamson colide com as experiências boliviana e mexicana, além da israelense, que utilizaram a âncora cambial com "sucesso" na redução da inflação, mas coincide com sua recomendação para o regime cambial do G-7 (Williamson, 1987).

186 Os comentários de Meltzer seguem o ensaio de Williamson (1990a). A proposta de Meltzer encontra maior acolhida na nova conjuntura financeira para a América Latina em 1991-92, uma variante sendo adotada pela Argentina em 1991. Discute-se a proposta mais detalhadamente no Capítulo 8.

187 Note-se, novamente, que as regras do jogo internacional para as políticas em várias dessas áreas estão, na época, sendo objeto de negociações multilaterais na Rodada Uruguai e que as propostas do CW refletem, em geral, as posições oficiais dos EUA nessas negociações.

A reforma da política comercial, liberalizando as importações e promovendo as exportações, é o segundo elemento fundamental, após a taxa de câmbio, do desenvolvimento para fora. Williamson admite que a proteção às indústrias nascentes possa ser justificada. A pior forma de protecionismo, para os economistas do CW, são as restrições quantitativas às importações, sistema visto como presa fácil da corrupção.[188] As tarifas, quando algum protecionismo se mostra necessário, devem ser moderadas (entre 10% e 20%) e com baixa dispersão. Os insumos necessários ao esforço exportador devem ser desonerados dos impostos de importação.

Williamson defende que o protecionismo não deve ser desmantelado rapidamente. Dornbusch compartilha desse gradualismo e sugere liberalizar o comércio exterior em três etapas (Dornbusch, 1990): na primeira, efetua-se a tarifação, eliminando-se as barreiras não-tarifárias; na segunda, há uma redução moderada das tarifas (cumpre evitar o exemplo do México, em que a liberalização radical leva à explosão das importações e à subsequente estagnação da economia) e, na terceira, aprofunda-se a liberalização à medida que a balança comercial permitir. No entanto, o BM não compartilha desta tese, exigindo o comprometimento prévio com um cronograma de curta duração para as reduções tarifárias nos seus empréstimos para ajustamentos estruturais.

Dornbusch acusa o México de ter caído na tentação de utilizar a reforma comercial como instrumento da política de estabilização, procurando promover uma maior concorrência entre produtores domésticos e estrangeiros para acelerar os ganhos no combate à inflação. A liberalização rápida das importações, no entanto, cria outro problema macroeconômico: o desequilíbrio crônico da balança comercial. Dornbusch alerta que o argumento de que a liberalização das importações aumenta a competitividade das exportações não encontra apoio em evidência empírica (Dornbusch, 1990).

Meller também defende o gradualismo no desmantelamento do protecionismo: acaso seja necessária a manutenção do superávit comercial, o crescimento possível das exportações limita o crescimento das importações. A redução súbita do nível de proteção pode facilmente levar ao rápido crescimento das importações, ameaçando o superávit comercial (Meller, 1990a).

O mexicano Victor Urquidi, um dos pioneiros do desenvolvimento econômico na América Latina, aponta as dificuldades em elevar as exportações de manufaturados na região, que perde participação nos mercados mundiais na década de 80, destacando que o protecionismo dos países desenvolvidos

---

188 Nunca é demais lembrar que o protecionismo dos países desenvolvidos, na maioria das vezes de forma discriminatória em relação aos países em desenvolvimento, utiliza este instrumento, como o exemplificam muito bem o Multifibras e as Restrições Voluntárias às Exportações (*Voluntary Export Restraints*).

necessita ser eliminado como complemento indispensável do desenvolvimento para fora (Urquidi, 1990).

A liberalização dos regimes de IDE é outra prioridade do CW. Williamson verifica que, exceto o Brasil e o Peru, os demais países têm reformado as suas legislações específicas e tornado mais atraentes as condições para o IDE. A liberalização deve incentivar a conversão da dívida externa em investimentos diretos (*debt-equity swaps*), uma forma reconhecidamente subsidiada de promover o IDE, mas de especial interesse dos bancos na época (Williamson, 1990a). Não há tanto consenso sobre a conveniência de incentivar esta conversão entre os economistas latino-americanos, já que vários discordam do oferecimento de subsídios, particularmente na simples troca de propriedade de ativos reais já existentes.

A recomendação de acelerar as privatizações casa perfeitamente com a de liberalizar as conversões de dívida externa.[189] Dada a permanência de déficits fiscais importantes, as privatizações tornam mais fácil reduzir o déficit e as dívidas públicas, evitando a interrupção prematura dos programas aprovados pelo FMI em razão do não cumprimento das metas fiscais. A consolidação fiscal é atingida no curto prazo pelas receitas extras fornecidas pelas privatizações e, no longo prazo, pela redução dos investimentos públicos e maior controle de outros gastos.[190]

Apesar de auxiliar a resolução do problema fiscal, a principal justificativa teórica para acelerar as privatizações relaciona-se mais ao objetivo de aumentar o espaço do setor privado e a eficiência sistêmica da economia. Fischer, por exemplo, argumenta que as únicas tarefas de governo que devem ser ampliadas na América Latina são o combate à pobreza, a promoção das exportações e a criação um ambiente favorável (*enabling environment*) para o setor privado. As demais devem ser reduzidas. Defende explicitamente que a solução neoliberal radical para as intervenções estatais, adotada no Chile e na Grã-Bretanha na década de 80, é mais desejável na América Latina do que aquela das intervenções públicas ativas do modelo do Leste Asiático. A razão, enunciada brevemente, é que os países latino-americanos não têm capacidade administrativa para implementar uma política industrial seletiva (Fischer, 1990).

---

189 Williamson (1990b) admite candidamente que as privatizações tornaram-se prioritárias para o CW somente após o anúncio do Plano Baker em 1985, quando os *debt-equity swaps* passam a ser incentivados como parte do processo de securitização voluntária das dívidas externas dos principais devedores.

190 No conceito de "Necessidades Financeiras do Setor Público" para o déficit público, adotado pelo FMI, as receitas das privatizações são computadas nas receitas públicas totais e os empréstimos para financiar os investimentos públicos nos gastos totais.

Rodrigo Botero (1990), ex-ministro da Fazenda da Colômbia, reflete a rápida difusão das idéias neoliberais entre os autoridades econômicas da região, concordando que o grande desafio das economias latino-americanas é redefinir o modelo de desenvolvimento: o Estado corporativista, promotor do desenvolvimento através dos gastos públicos, está em crise e deve ser desmantelado (Botero, 1990).[191]

A desregulação das economias latino-americanas, altamente reguladas, também é vista como necessária para elevar a eficiência sistêmica e, um bônus adicional, diminuir a corrupção. No entanto, vários economistas presentes às conferências manifestam preocupação com a desregulação do sistema financeiro, dado o histórico de crises financeiras no Cone Sul e nos próprios países avançados.

Meller alerta que a desregulação dos mercados financeiros tende a promover uma forte especulação financeira, que pode ser seguida de um desastre econômico de grandes proporções, como no Chile no início da década de 80. Além disso, a experiência de privatizar monopólios naturais é escassa na região e mesmo no mundo. A necessidade de criar instituições para assegurar uma nova regulação pública para esses setores não é uma tarefa fácil. O processo de venda das empresas estatais deve ser transparente e sujeito à fiscalização da sociedade para evitar favorecimentos a grupos privados. Finalmente, o setor privado tem adotado uma atitude de extrema prudência quanto a novos investimentos no setor produtivo, sendo discutível aguardar grandes investimentos privados em infra-estrutura e outros setores, como conseqüência natural das privatizações (Meller, 1990a).

Direitos de propriedade na América Latina, para a surpresa de Williamson, não são considerados "altamente inseguros" ou mesmo um fator "crítico" na maioria dos dez estudos de caso apresentados. Parece não se dar conta de que as medidas a ser recomendadas pelo CW, neste tópico, dizem respeito principalmente à propriedade intelectual, item prioritário da agenda dos EUA na Rodada Uruguai (Williamson, 1990b).

Fischer, sempre vigilante, lembra que Williamson esquece de incluir o meio ambiente na sua lista de áreas sujeitas a reformas e, portanto, a condicionalidades (Fischer, 1990).

---

[191] Estado "corporativista" trata-se de um recurso de retórica dos neoliberais para desacreditar junto à opinião pública os setores mais organizados dos trabalhadores na América Latina. Rigorosamente, "corporativismo" nasce do forte apoio dos partidos políticos à manutenção do pleno emprego no pós-guerra na Europa e desenvolve-se por meio de acordos cooperativos com os grupos organizados, associações empresariais e sindicatos de trabalhadores, ou contratos sociais implícitos. No final da década de 70, verifica-se uma mudança fundamental nas preferências políticas vigentes desde o pós-guerra, que levam à redefinição ou eliminação do "corporativismo" europeu. Esta mudança influencia a adoção de novas políticas do lado da oferta pelos governos conservadores, que passam a ter como objetivo redefinir os limites das intervenções estatais e dos sindicatos.

4.3 A Questão do Financiamento Externo

Williamson salienta, nas suas conclusões da primeira conferência, que vários economistas do CW consideram limitada a redução da dívida externa nas condições impostas pelo Plano Brady. Apesar de demandar maior generosidade, oficial e privada, concorda com as maiores condicionalidades explícitas no Plano (Williamson, 1990b).

Enrique Iglesias, presidente do BID, também manifesta sua preocupação com o problema do financiamento externo. Dinheiro novo e redução da dívida são reconhecidos pelo CW como componentes do ajuste estrutural, porém as negociações previstas no Plano Brady avançam muito lentamente. Iglesias teme que não haverá financiamento externo pronto e suficiente para apoiar as reformas e argumenta que a importância do apoio externo é comprovada no caso do México, em que a conclusão da renegociação da dívida externa nos moldes do Plano Brady melhora rapidamente as expectativas privadas (Iglesias, 1990).

Dornbusch é enfático ao afirmar que a fórmula estabilização mais reformas estruturais é insuficiente para restabelecer o crescimento, acaso não haja maior ajuda externa. As duas principais fontes disponíveis de recursos externos são a redução do endividamento e o retorno do capital expatriado. Destaca a atitude míope (*wait-and-see*) deste último. Nas negociações da dívida externa, os devedores devem evitar concessões excessivas aos credores externos e, se necessário, adiar o pagamento do serviço da dívida durante a fase de estabilização (Dornbusch, 1990). A exemplo da sua sugestão anterior de forte desvalorização e superajuste fiscal no início dos programas de estabilização, as dificuldades e conseqüências políticas desta ação, que não são triviais, são simplesmente desconsideradas

4.4 Os Estudos de Caso: Argentina, Brasil, Chile e México

Da apresentação dos estudos de caso abordados nessas conferências, são selecionados dois casos de fracassos nos programas de estabilização na década de 80, Argentina e Brasil, e dois casos de sucesso, Chile e México.

Argentina:

Nas duas conferências, o estudo do caso argentino, como o brasileiro, não foi apresentado por altos funcionários ou assessores do governo, mas por Juan Carlos de Pablo (Washington), professor, jornalista e consultor econômico, e Daniel Heymann (Jerusalém), economista da CEPAL de filiação pós-keynesiana.

De Pablo enfatiza a nova restrição à estabilização legada pelo fracasso dos programas heterodoxos: a total falta de credibilidade das autoridades monetárias, o que demanda reformas mais profundas e duradouras. Considera que o longo aprendizado dos economistas e dos políticos argentinos está se completando: todos estão mais ortodoxos e o "desenvolvimentismo" desapareceu da agenda. Principalmente, o novo presidente, Carlos Menem, demonstra uma surpreendente vontade política de realizar as reformas (De Pablo, 1990).

Heymann examina as conseqüências da falta de consenso sobre como eliminar o déficit fiscal nas políticas de estabilização na Argentina. Por que o déficit fiscal se mostra intratável? Em primeiro lugar, o sistema fiscal argentino, sem um processo de elaboração orçamentária bem definido, torna difícil consolidar imediatamente as contas *ex ante* no novo regime democrático; além disso, *soft budgets* são a tradição fiscal argentina e não há um mínimo de consenso político no Congresso sobre como controlar as contas públicas. [192] Em segundo lugar, os desdobramentos fiscais da crise do endividamento e novos choques externos tornam muito mais difícil alcançar soluções consensuais. Em terceiro lugar, o sistema de arrecadação fiscal existente é primitivo, gerando uma carga fiscal *ex post* baixíssima. Finalmente, há a realimentação do déficit fiscal por seus componentes financeiros (Heymann, 1991).

Heymann destaca que uma verdadeira estabilização implica atingir um estado no qual as decisões privadas incorporam as expectativas de uma inflação baixa e previsível no longo prazo e no qual as políticas econômicas podem confirmar estas expectativas sob as mais variadas circunstâncias. Este estado é diferente de uma desinflação transitória que não garante a mudança permanente nas expectativas e que reduz o espaço de manobra necessário para corrigir erros de previsão ou da própria política econômica, já que os *mark-ups* na formação dos preços continuam elásticos para cima.

Para Heymann, a experiência do Austral e dos planos subseqüentes demonstra que não há espaço para financiar déficits públicos com tamanho significativo, a não ser pela via inflacionária: o mercado interno para títulos públicos é muito pequeno e absorve esses papéis em doses muito limitadas, exigindo altos rendimentos e prazos curtos. O banco central apenas pode adiar a decisão de monetizar pagando um custo elevado em termos de taxas de juros: a realimentação do déficit pelo seu componente financeiro.[193]

---

192 Termo originalmente cunhado para descrever uma situação em que os aumentos de custos são absorvidos sem grande resistência e/ou incentivos à sua correção nos orçamentos públicos.

193 Os economistas neo-estruturalistas do CEDES (Buenos Aires) elaboram pioneiramente o conceito de "fragilidade financeira" para dar conta dessa restrição, como se mostra no Capítulo 6.

Heymann destaca que a falta de consolidação fiscal obriga ao recurso reiterado de políticas de rendas para reprimir a inflação em alta permanente. A inflação residual, crescente em cada uma dessas tentativas, liquida rapidamente com qualquer âncora nominal anunciada. Os processos de reindexação são cada vez mais rápidos, confirmando a trajetória da inflação ascendente. Desenvolve-se uma clara preferência pela moeda estrangeira como reserva de valor, estreitando ainda mais a possibilidade de colocação de títulos públicos no mercado financeiro interno.

Nessas condições, Heymann conclui que o setor público sofre uma restrição de liquidez severa e o déficit fiscal deve ser praticamente eliminado. Dadas as dificuldades políticas e a insuficiência de instrumentos para atingir este objetivo, os cortes de despesas atingem majoritariamente os investimentos públicos e os serviços básicos, deteriorando a competitividade sistêmica. Por sua vez, os aumentos de impostos resultam numa informalidade crescente para permitir a sonegação dos impostos. O ambiente econômico deteriora-se significativamente e a instabilidade macroeconômica crônica torna-se aguda. Uma crise dramática de balanço de pagamentos no primeiro semestre de 1989, numa situação de instabilidade política acentuada, provoca rapidamente o primeiro episódio de hiperinflação em meados desse ano.

Heymann descreve rapidamente a situação naquele momento na Argentina. O novo presidente, Carlos Menem, assume emergencialmente em julho de 1989, sete meses antes da posse prevista, e anuncia um programa de estabilização com o apoio das grandes empresas (denominado Plano Bunge y Born ou BB), que prevê drásticas mudanças na postura fiscal e o recurso às privatizações. O programa utiliza como âncoras uma taxa de câmbio bastante desvalorizada e um congelamento dos preços públicos. Com uma inflação residual muito elevada, estas âncoras não resistem à especulação privada e um novo episódio de hiperinflação tem lugar no final de 1989. A economia argentina dolariza-se rapidamente neste período e a instabilidade nas decisões sobre a composição das carteiras de ativos estende-se ao mercado de bens.

Nos seus comentários ao ensaio de Heymann, Simón Teitel, economista do BID, destaca a principal lição dos fracassos dos Planos Primavera e BB em 1989: o estoque de reservas internacionais deve ser elevado como precondição necessária para o sucesso de âncoras nominais cambiais. Sem reservas elevadas, o governo coloca-se à mercê dos exportadores tradicionais e é derrotado duas vezes (Teitel, 1991).

Brasil:

Nas duas primeiras conferências, o estudo de caso do Brasil não foi apresentado por altos funcionários ou assessores do governo, mas por Eliana Cardoso, uma economista brasileira formada no *mainstream* americano, mas

com fortes influências neo-estruturalistas.[194] Os dois textos por ela apresentados são muito semelhantes e têm como uma das teses que o pagamento da dívida externa, financiado por superávits comerciais crescentes, é um componente importante da crise fiscal brasileira. Há uma estreita ligação entre os megasuperávits comerciais e o regime de alta inflação: a ênfase é no problema da transferência interna e argumenta-se que um futuro sucesso no ajuste fiscal, não alcançado na década de 80, depende fundamentalmente da redução das transferências externas (Cardoso e Dantas, 1990 e Cardoso, 1991).[195]

O enorme sucesso do ajustamento externo brasileiro gera as divisas necessárias para pagar o serviço da dívida externa (majoritariamente pública), mas permanece insolúvel o problema da transferência interna: na impossibilidade de elevar suficientemente a carga fiscal ou reduzir os gastos, a necessidade do setor público de comprar as divisas necessárias ao serviço da dívida externa do setor privado acaba por reproduzir e ampliar o déficit fiscal. O impacto inflacionário deste déficit, num regime de alta inflação, é imediato: o financiamento do déficit fiscal acaba sendo feito, na prática, por meio da emissão de moeda ou dívida pública, expressa em títulos de curto prazo com altas taxas de juros nominais, sem a contrapartida da elevação das reservas internacionais. As altas taxas de juros tornam explosivo o crescimento da dívida pública interna. As desvalorizações, que asseguram o sucesso do ajustamento externo, tornam ainda mais difícil o ajustamento fiscal e o controle da inflação. A aceitação da conversão da dívida externa como parte de uma desastrada renegociação da saída da moratória em 1988, dramatizam a situação macroeconômica no final da década de 80, colocando o país à porta da hiperinflação.

A solução para o problema fiscal, segundo os autores, passa por um *mix* de políticas ortodoxas e outras altamente heterodoxas: cortes nos subsídios, privatização, renegociação da dívida externa com redução do valor do principal e maiores prazos de carência no serviço, manutenção da indexação (portanto, uma estabilização gradual) e um alongamento compulsório dos prazos da dívida interna.

A afirmação dos autores de que a resposta inflacionária à crise do Brasil pode ter sido superior aos ajustes ortodoxos recomendados pelo FMI, tendo garantido algum crescimento da renda *per capita* em 1982-88, num período em que o declínio era a regra no resto da América Latina, irrita sobremaneira os

---

[194] Na segunda conferência de Washington, em janeiro de 1993, o caso do Brasil é apresentado pelo ex-ministro da Fazenda, Luiz Carlos Bresser Pereira, que relata sua breve experiência como ministro em 1987.

[195] O problema da transferência interna consiste na geração interna dos recursos para a compra dos dólares gerados pelos exportadores privados pelo banco central, para efetuar os pagamentos do serviço da dívida externa.

técnicos das instituições multilaterais na conferência de Washington, que contra-atacam com o exemplo do México.

Um economista do Banco Mundial argumenta que o México transformou um déficit primário de 7% do PIB em 1983 em um superávit de 8,4% em 1989, sem auxílio externo substancial (van Wijnbergen, 1990). Esta seria uma prova cabal de que o ajuste fiscal e a vontade política para realizá-lo são pré-requisitos necessários para assegurar a estabilização.[196] Uma vez alcançada a estabilização e demonstrada a vontade política para encetar as demais reformas estruturais, uma hábil renegociação da dívida externa, como a realizada pelo México em 1989, pode assegurar a volta do crescimento.

Um pesquisador do IIE também rejeita a tese de que a deterioração fiscal possa ser resultado da maior transferência externa (Cline, 1990). O argumento é simples: se o Chile e a Colômbia ajustaram suas economias sem maiores pressões inflacionárias, por que não o Brasil? Pergunta para a qual tem uma pronta resposta: o clientelismo da Nova República e a falta de vontade política do presidente Sarney. A conclusão desses técnicos é que o retorno do crescimento no Brasil depende principalmente da estabilização doméstica, leia-se do ajuste fiscal, e não dos resultados da renegociação da dívida externa, como sugerem Cardoso e Dantas.

A novidade a ser destacada na conferência de Jerusalém é a conversão quase integral de Persio Arida, que tem papel relevante na concepção do Plano Real, às teses do CW. Arida, nos seus comentários ao ensaio de Cardoso em Jerusalém, enfatiza o conflito distributivo por trás da aceleração da inflação no Brasil conforme as teses inercialistas: os programas "heterodoxos" de estabilização são percebidos pela população como uma forma de retornar a uma distribuição de renda mais eqüitativa, dados os efeitos negativos da inflação alta sobre a distribuição de renda. O fracasso dos planos é seguido pelo encurtamento dos prazos dos reajustes salariais, na tentativa de manter a distribuição da renda inalterada, tentativa esta que apenas eleva a inflação, caso mantidos os déficits fiscais crônicos que devem ser financiados no mercado financeiro interno. A ligação entre a restrição externa e a distribuição de renda, sem ajuste fiscal, é que os créditos domésticos necessários para financiar os déficits públicos acabam em alta inflação, que redistribui a poupança dos trabalhadores para os rentistas, concentrando a renda (Arida, 1991).[197]

---

196 Van Wijnbergen considera o programa do México um "sucesso", apesar do crescimento negativo da renda *per capita* entre 1982-88.

197 As novas teses encontram-se desenvolvidas em Arida (1992), sendo examinadas no Capítulo 8.

Para atingir uma distribuição de renda mais eqüitativa, com restrição externa, Arida julga que uma solução mais efetiva do que o encurtamento dos prazos de reajustes dos salários é a receita ortodoxa de austeridade fiscal (alcançar um superávit primário), renegociação da dívida externa e reformas estruturais, destacando-se entre estas as privatizações, a desregulação e a independência do banco central. Arida não apóia as sugestões heterodoxas de Cardoso em manter a indexação para os salários, congelar os preços e alongar compulsoriamente os prazos da dívida interna. Esta última medida pode eliminar a credibilidade que ainda resta das autoridades monetárias e provocar uma corrida para a moeda estrangeira. Arida acredita na reversão espontânea do comportamento cauteloso dos investidores com uma estabilização bem-sucedida, em termos das maturidades e taxas de rendimento para os títulos públicos, tornando os confiscos desnecessários e perigosos. Prefere oferecer prêmios sobre os títulos públicos de longo prazo e maiores impostos sobre os títulos de curto prazo para incentivar o rearranjo voluntário das carteiras privadas.

Chile:

O caso do Chile é o mais interessante dos apresentados nas duas primeiras conferências porque é defendido por dois economistas com visões muito diferenciadas do processo de ajustamento na década de 80. Meller, economista neo-estruturalista da CIEPLAN, instituição de origem de vários economistas de oposição no governo Pinochet,[198] afirma que as "reformas estruturais" são implementadas, mas fracassam rotundamente no experimento monetarista no Chile na década de 70. No início da década de 80, a economia chilena é aberta e *market-oriented*. Estas características não minoram os custos sociais do ajustamento pós-1982, que se completa apenas em 1989, preservando-se basicamente as características do modelo anterior (Meller, 1990b).

Meller retira as seguintes lições da experiência chilena na década de 80 (Meller, 1990b):

- A origem da crise: um déficit externo privado insustentável, associado a uma forte especulação financeira baseada em endividamento externo, torna-se um problema público, ainda que a situação fiscal inicial seja superavitária como em 1981.

- Os altos custos do ajustamento: a forte desvalorização e a restrição de crédito externo em 1982 provocam recessão e insolvências em grande escala. São necessários recursos públicos substanciais para evitar o colapso do sistema bancário e os subsídios parafiscais do banco central, entre 1982-85, ultrapassam a média anual de 5,4% do PIB.

---

198 Alejandro Foxley, ministro da Fazenda no governo Aylwin, é um ex-diretor da Cieplan.

- A restrição externa: a resposta do setor exportador ao estímulo das desvalorizações pode ser lenta; no caso chileno, o apoio substancial das instituições multilaterais é fundamental em meados da década de 80.[199]

- O mercado de trabalho: o "segredo do sucesso" do ajustamento chileno é o arrocho salarial, através da desindexação salarial, sem partilha assegurada nos ganhos futuros.

- Os investimentos públicos: têm importância decisiva na fase inicial da recuperação chilena.

- Os empréstimos internacionais privados: minguam progressivamente ao longo da década de 80, apesar do "bom comportamento" do Chile nas negociações internacionais.

- Os aspectos distributivos: há forte redistribuição da renda em favor dos grupos da classe média alta para cima.

- O investimento externo direto: as entradas associadas com as privatizações contam com subsídios significativos.

Corbo e Solimano, economistas ortodoxos do Banco Mundial, têm visão oposta: o sucesso do ajustamento pós-1982 mostra a importância do bom funcionamento dos mercados, ainda que o elevado desemprego indique que o ajustamento do mercado de trabalho é mais demorado. Outra lição é a necessidade de manter uma taxa de câmbio competitiva e perseguir com afinco os equilíbrios macroeconômicos básicos, podendo-se adicionar mais um fator: sorte, expressa na obtenção oportuna de termos de troca favoráveis em meados da década de 80. Por sua vez, retiram as seguintes lições (Corbo e Solimano, 1991):

- A origem da crise: em meados de 1979, comete-se um sério erro de consistência na política macroeconômica ao se introduzir a reposição salarial plena da inflação passada para o setor privado. Esta medida ocasiona a valorização do peso e a subseqüente crise econômica.

- Os altos custos do ajustamento: são devidos à indexação plena dos salários desde 1979 e aos choques externos em 1982. Com a desindexação e a desvalorização real há um rápido ajuste e posterior retomada do crescimento, graças às poucas "distorções" na economia chilena, legado das "reformas estruturais" da década de 70.

---

[199] Entre 1983-85, os empréstimos das instituições multilaterais ao Chile representam mais de 4% do PIB.

- A restrição externa: a resposta do setor exportador ao estímulo das desvalorizações é elástica e o crescimento é liderado pelas exportações, que se diversificam, e pelas atividades que substituem importações, confirmando as virtudes das desvalorizações quando acompanhadas de políticas macroeconômicas consistentes.[200]

- O mercado de trabalho: o desemprego e a desindexação facilitam a mobilidade dos fatores e a reestruturação das empresas privadas. O desemprego diminui rapidamente com a recuperação da economia.

- Os investimentos públicos: são complementares na fase de recuperação e possibilitados pelos cortes nos gastos de custeio do governo.

- Os empréstimos internacionais privados: o bom comportamento chileno é essencial para garantir o acesso privilegiado aos créditos externos das instituições multilaterais pelo banco central.

- Os aspectos distributivos e os investimentos diretos: não são objeto de análise.

Edwards, em seus comentários ao ensaio de Corbo e Solimano, destaca um fato que não recebe a importância devida nas análises acima: a nova equipe econômica, após 1985, tem metas pragmáticas para a política monetária, mantendo as taxas de juros reais na faixa de 4% a 5% anuais. Não repete o erro dos *Chicago boys* entre 1979-82, permitindo elevadas taxas de juros reais e confiando no "ajuste automático" da economia (Edwards, 1991).

México:

Os estudos de caso sobre o México, escritos por economistas favoráveis ao CW, destacam que a sua característica diferenciada é a implementação vigorosa das reformas estruturais em complemento ao programa de estabilização, destacando-se aquelas tocantes à liberalização comercial, desregulação e privatização das empresas públicas. Atribuem às reformas estruturais um papel importante na formação das expectativas privadas e no aumento da eficiência econômica.

Quanto ao programa de estabilização, Beristain e Trigueros, professores do Instituto Tecnológico Autônomo do México, destacam, em primeiro lugar, o impressionante ajuste fiscal realizado, que permite a transformação de um déficit primário de 7,4% do PIB em 1982 num superávit de 7,4% em 1988, sem

---

200 O nível de proteção tarifário da economia chilena eleva-se após a crise de 1982, fato convenientemente ocultado pelos autores.

elevar a carga fiscal e apesar da perda das receitas de exportação de petróleo de cerca de 5% do PIB neste período. Em segundo lugar, destacam especialmente os aspectos ortodoxos do Programa de Solidariedade Econômica (PSE), adotado em 1987, como resposta à elevação da inflação causada pela maxidesvalorização de 1986. A parte "heterodoxa" do PSE é julgada aceitável, uma vez que não procura evitar a queda necessária dos salários reais. Durante a primeira fase do PSE a taxa de câmbio permanece fixa (confirmada a "vitória" eleitoral de Salinas de Gortari anunciam-se a flexibilização dos controles de preços e um regime de minidesvalorizações preanunciadas para a taxa de câmbio), alcançando-se uma rápida queda da inflação (para 20% em 1989), sem recessão. Os efeitos principais colaterais da adoção da âncora cambial não são considerados importantes: altas taxas de juros reais, que realimentam o déficit fiscal, e a valorização do peso de cerca de 20% até a flexibilização da taxa de câmbio (Beristain e Trigueros, 1990).

Segundo Beristain e Trigueros, o acordo sobre a dívida externa nos moldes do Plano Brady, concluído em 1989, deve permitir baixar a taxa de risco dos papéis emitidos pelo governo, propiciando uma economia de recursos fiscais (títulos públicos em peso encontram maior demanda externa). O crescente déficit em conta corrente não é atribuído à valorização do peso e, sim, a fatores temporários, como a acumulação involuntária de estoques de importados e a modernização do aparato produtivo. Os autores lembram que o complicado esquema vigente na rolagem da dívida pública até 1989, que transferia reservas bancárias para o governo, com um custo menor do que o de mercado em termos de taxas, é abandonado e os mecanismos de mercado prevalecem. Um dos motivos apontados pelos autores para a manutenção das altas taxas de juros reais na rolagem da dívida pública é o risco cambial latente. Nessas condições, desvalorizar mina a credibilidade do programa de estabilização, pelas perdas ocasionadas aos detentores de títulos. Recomendam manter alguns dos controles "heterodoxos" e as minidesvalorizações, já que parecem haver recursos externos suficientes para financiar o déficit em conta corrente, e esperar que a entrada de capitais reduza gradualmente as taxas de juros.

Córdoba, alto assessor de Salinas de Gortari, tem uma visão diferente do PSE. O controle da inflação, o objetivo principal da ortodoxia entre 1982-85, não é alcançado, apesar de quedas espetaculares do salários reais (mais de 30%) e do salário mínimo (mais de 50%) neste período. O crescimento do PIB entre 1982-88 é nulo. O ajuste fiscal encontra-se ameaçado pela considerável elevação do serviço da dívida interna em decorrência dos juros reais elevados. O terremoto na Cidade do México em 1985 e o contrachoque do petróleo, em 1986, representam uma perda de receitas fiscais de cerca de 6,5% do PIB. A queda nas bolsas de valores, em 1987, inicia uma forte especulação contra o peso, forçando uma nova desvalorização. A equipe econômica é obrigada, contra as suas convicções, a lançar uma política de rendas (o PSE é anunciado, inicialmente, por apenas um mês e meio). O PSE reduz uma inflação mensal de

15% para pouco mais de 3% em apenas quatro meses e para 1,5% em seis meses. O PSE é fundamental na redução da inflação e na reversão das expectativas privadas (Córdoba, 1994).

Quanto ao ajuste macroeconômico no governo de Salinas de Gortari, Córdoba destaca a reforma fiscal de 1989, reduzindo as alíquotas marginais e aumentando a base tributária, reduzindo as alíquotas de vários impostos indiretos e aumentando os impostos sobre a gasolina, que permitem um aumento das receitas fiscais de 29%, em termos reais entre 1988-92. Especialmente, destaca os processos de privatizações e desregulação da economia, acelerados em 1991-92, para promover o saneamento das contas públicas e a maior eficiência econômica.[201]

As privatizações neste biênio rendem cerca de US$ 20 bilhões. Córdoba confessa que nas privatizações as regras não seguem exatamente as de mercado: o governo estabelece inicialmente critérios qualitativos e subjetivos para eliminar propostas "inadmissíveis", isto é, aquelas que não garantem uma estrutura de propriedade julgada aceitável e somente depois a empresa vai a leilão público. A gerência das estatais, por exemplo, é impedida de organizar grupos de investidores para comprá-las. Para evitar a oposição dos trabalhadores, uma pequena parcela das ações das empresas privatizadas (cerca de 5%) lhes é vendida a crédito.

Em 1991, a privatização dos bancos, estatizados em 1982, elege como modelo bancário o "banco múltiplo", cujo controle deve ser desvinculado das atividades produtivas, abrindo o setor ao capital estrangeiro (inicialmente com participações minoritárias que podem gradualmente se transformar em controle pleno). O banco central é tornado independente em 1993, com o objetivo único de manter a estabilidade dos preços.

Quanto às reformas estruturais do governo de la Madrid (1983-88), tanto Beristain e Trigueros como Córdoba destacam a rápida liberalização comercial,[202] que proporciona maior concorrência interna e acesso a insumos e matérias-primas importadas. Resulta daí um extraordinário crescimento das

---

201 Após a rápida liberalização comercial, o governo Salinas de Gortari acelera as privatizações e a desregulação das atividades econômicas. O programa de privatizações e as reestruturações das empresas públicas diminuem rapidamente o seu número: das 1,155 empresas públicas existentes em 1982, 891 são privatizadas, incorporadas ou fechadas até fevereiro de 1990; a maior parte dessas empresas são pequenas e médias e as receitas diretas da privatização são baixas. Trata-se especialmente de evitar perdas parafiscais da operação deficitária dessas empresas. A desregulação atingiu principalmente transportes de carga, incluindo portos e transportes aéreos, serviços financeiros e petroquímica (Córdoba, 1994).

202 O México decide entrar no GATT em 1986 e implementa uma rápida liberalização comercial entre 1986-88, desmantelando praticamente toda a proteção não tarifária anterior e estabelecendo uma tarifa média inferior a 10%, com um pico tarifário de 20%.

exportações não tradicionais, com a designação dos recursos em direção às indústrias intensivas em trabalho, destacando-se a têxtil e a do vestuário.[203]

A argumentação favorável à liberalização enfatiza o grande e rápido aumento da produtividade que costuma seguí-la. Esta argumentação distingue-se pelo otimismo quanto à flexibilidade e ao acerto das respostas microeconômicas frente à liberalização comercial:

> Credibilidade é chave: quando os empresários ficam convencidos de que não há chance de reverter a liberalização comercial, tentam rapidamente se ajustar ao novo padrão de produção. Logo, um programa de liberalização comercial com credibilidade tende a ser executado rapidamente e freqüentemente o seu cronograma é adiantado. Quando um governo inicia uma liberalização comercial para cumprir objetivos domésticos, as medidas não podem ser anunciadas antes e tendem a ser unilaterais. Em conseqüência, é difícil ganhar algum crédito por elas nas negociações bilaterais ou multilaterais. Este ao menos tem sido o caso do México. (Córdoba, 1994: 244)

Na conferência de Jerusalém, Ortiz, também alto funcionário do governo mexicano, analisa os desenvolvimentos recentes da economia, destacando a volta do crescimento e do investimento privado em 1989.[204] O governo Salinas de Gortari (1989-94) renova o PSE em dezembro de 1988, aumentando o salário mínimo em apenas 8%, sinalizando a continuidade da contenção salarial,[205] e adotando um regime de desvalorizações preanunciadas da taxa de câmbio destinado a internalizar, nas expectativas privadas, uma redução esperada da inflação. A meta para o superávit primário é fixada acima de 7% do PIB, para compensar o crescente serviço da dívida interna.[206] O anúncio do acordo sobre a dívida externa, em 1989, possibilita uma redução nominal das taxas de juros internas de cerca de 20 pontos percentuais, refletindo uma rápida mudança das expectativas do setor privado, permitindo não só cumprir como ultrapassar a meta fiscal. A evolução dos preços do petróleo também é favorável. Registram-se até então apenas entradas modestas de capitais privados (Ortiz, 1991).

---

203 A locação geográfica dessa indústria exportadora está especialmente nas indústrias *maquiladoras* da fronteira norte. A outra face da moeda não é destacada pelos autores: o grande aumento do volume e a modificação da pauta das importações. Ao passo que as exportações exceto petróleo aumentam de US$ 9,7 bilhões em 1986 para US$ 14,9 bilhões em 1989, as importações aumentam de US$ 12,2 bilhões em 1987 para US$ 23 bilhões em 1989, com um grande incremento na participação relativa na pauta dos bens de consumo, a manutenção da dos bens de capital e uma queda na dos bens intermediários.

204 A taxa de crescimento média do PIB, entre 1989-92, é de 3,5% contra 0,1% entre 1982-88. A partir de 1993, o crescimento desacelera rapidamente.

205 O PSE determina que as negociações salariais se guiem pelos aumentos de produtividade. Somente no biênio 1991-92 é que os salários reais na indústria manufatureira incorporam integralmente os aumentos de produtividade ocorridos.

206 O superávit primário médio, entre 1989-92, mantém-se próximo a 7% do PIB, deteriorando-se a partir de 1993, quando se reduzem as receitas das privatizações.

Ortiz sublinha que os eventos macroeconômicos favoráveis são acompanhados da intensificação das reformas estruturais, ao mesmo tempo que se iniciam as negociações para incluir o México no NAFTA: 1) desmantela-se o protecionismo da automobilística, para integrá-la com a produção mundial; 2) há a liberalização das regras do IDE; 3) anuncia-se a privatização da companhia telefônica; 4) aprofunda-se a desregulação das atividades econômicas; e 5) edita-se um "pacote financeiro" para abrir e modernizar o setor financeiro.

Para Ortiz, o principal desafio à estabilização mexicana é a permanência das altas taxas de juros reais, que podem anular os ganhos obtidos na renegociação da dívida externa pelo setor público.[207] Para reduzi-las, o caminho escolhido é persistir com a âncora cambial. Em dezembro de 1989, renova-se o PSE, anunciando-se uma menor desvalorização do peso para os 12 meses seguintes. A aposta é que os ganhos de eficiência e produtividade, advindos das reformas estruturais, compensam qualquer eventual valorização cambial.

Nas duas primeiras conferências, os dois principais argumentos oficiais para não desvalorizar - que a relação câmbio-salário não se deteriora após 1987 e que há um efeito favorável da âncora cambial sobre as expectativas privadas - encontram resistências entre os outros economistas do CW. Por exemplo, Cline discorda da fixação da taxa de câmbio para convergir para os níveis internacionais de inflação pelos efeitos negativos sobre a balança comercial e as expectativas de longo prazo dos agentes econômicos (Cline, 1990).

Córdoba destaca duas outras reformas estruturais importantes desencadeadas por Salinas de Gortari: a rural e a educacional. Em 1992, uma reforma constitucional altera as leis que governam a propriedade da terra nos *ejidos*[208], tornando-os propriedade privada e permitindo sua associação com agricultores privados, para elevar a produtividade e permitir a mudança no *mix* da produção agrícola, uma conseqüência da assinatura do NAFTA, que prevê a liberalização completa, num prazo longo, do comércio agrícola.[209] A reforma educacional, em 1992, descentraliza a educação básica do governo federal para os estados e modifica o currículo obrigatório.[210] No ensino superior, a ênfase da

---

207 Os efeitos das elevadas taxas de juros reais sobre o ajuste produtivo do setor privado não costuma ser considerado nestas análises oficiais.

208 *Ejidos* são fazendas comunitárias criadas pela Constituição de 1917 para distribuir a terra, logo após a Revolução mexicana.

209 Uma discussão do NAFTA encontra-se em Presser (1993b).

210 O governo federal era responsável por 75% das escolas elementares.

reforma é nos 104 institutos tecnológicos. A reforma eleva a dotação orçamentária para educação e ciência e tecnologia (Córdoba, 1994).

Finalmente, Córdoba enfatiza o programa social denominado Solidariedade para ganhar o apoio popular às reformas, uma vez que é reconhecido que os cortes orçamentários atingem duramente os programas sociais e vários subsídios dirigidos aos mais pobres na década de 80. No entanto, a dotação orçamentária dos programas sociais, entre 1989-92, aumenta apenas 0,5% do PIB. Trata-se, portanto, de um programa altamente seletivo, dirigido unicamente aos mais pobres. O programa prevê a participação comunitária dos beneficiados e Salinas de Gortari o gerencia pessoalmente, com grande cobertura da mídia e elevado retorno nas pesquisas de opinião.[211] Quanto aos resultados, são modestos: 18,8% dos mexicanos estavam no nível de pobreza extrema em 1989 e 16,1% continuam neste nível em 1992, segundo os próprios dados oficiais. O coeficiente de Gini, a medida padrão da distribuição de renda, permanece constante entre 1989-92.

4.5 A Economia Política das Reformas Estruturais

Williamson novamente escreve o ensaio preliminar para a segunda conferência de Washington, em janeiro de 1993. O objetivo declarado desta conferência é como fortalecer os reformadores nos países que ainda não implementaram o CW, a partir das experiências de seus congêneres bem-sucedidos alhures. Estes são denominados *technopols* por Williamson, uma mistura de economistas aplicados bem-sucedidos (segundo as regras normativas do *mainstream*) e hábeis políticos, que conseguem convencer os demais a adotar as políticas do CW.[212] Em algumas felizes paragens, surgem na forma coletiva de "equipe econômica", com uma visão comum e coerente das reformas e suficiente autonomia para executar a "boa" política econômica (Williamson, 1994).[213]

---

211 Salinas de Gortari é eleito com apenas 52% dos votos em 1988, uma vantagem muito estreita para o candidato oficial pelos padrões mexicanos, numa eleição altamente contestada como fraudulenta pela oposição. Reverter o quadro eleitoral é uma das principais preocupações do seu governo, dadas as pressões para maior abertura política exercida pela opinião pública interna e internacional.

212 Williamson referenda a tese de Olson (1982) de que os grupos organizados tentam modificar a distribuição de renda em seu favor, introduzindo maior rigidez na sociedade, que se esclerosa. Um governo sem autonomia é refém destes grupos. Nessa visão conservadora, que se propaga rapidamente na América Latina, apontam-se grupos de trabalhadores urbanos como os principais *rent-seekers* da sociedade, normalmente os mais organizados, beneficiários dos estreitos interesses "corporativos" defendidos pelos sindicatos.

213 No texto, os arquétipos de "equipe econômica" são os *Chicago boys* chilenos, na década de 70, e a equipe mexicana, formada em Harvard e no MIT, na década de 80. Note-se que dois membros desta última, Salinas de Gortari e Zedillo, tornam-se presidentes do México.

Não passa desapercebida a grosseira tentativa de "internalizar" a formação do CW. Toye, em seus comentários ao ensaio de Williamson, denuncia a ausência de referências ao papel catalisador das instituições multilaterais na adoção das reformas pelos países em desenvolvimento, numa conjuntura em que sua intervenção na formulação da política econômica dos países em desenvolvimento atinge um nível sem precedentes, tanto quanto ao conteúdo como ao número de países envolvidos, utilizando como instrumento principal o uso das condicionalidades na liberação dos empréstimos (Toye, 1994).

Uma das mais cômicas passagens de toda a bibliografia sobre o CW é a tentativa de Williamson de desvincular os *technopols* da maldição da teoria da escolha pública enquanto teoria econômica positiva do Estado, expressa nas teses de Olson (1982). Ao aplicar métodos microeconômicos ao estudo dos comportamentos individuais, políticos e administrativos, esta escola tem como principal hipótese que se tratam de agentes que procuram unicamente maximizar seu bem-estar individual, sendo apenas o mercado capaz de maximizar o bem-estar coletivo. Esta sina seria a responsável pela generalização do comportamento *rent-seeking* na esfera da política, especialmente a corrupção, que acompanha várias críticas dessa escola ao processo de substituição de importações, por exemplo. Por outro lado, Williamson tenta caracterizá-los como uma mistura de economista e político, cuja principal motivação é: Perseguir os objetivos postulados pela análise econômica normativa tradicional. (Williamson, 1994: 13)

Aceitando-se os postulados da teoria da escolha pública, não há como encaixar essa suposta perseguição da maximização do bem-estar social com a perseguição do bem-estar individual na esfera política, nem mesmo para os *technopols*.[214] Williamsom propõe uma divertida solução para justificar a exceção: a teoria da escolha pública deve ser somente aplicada a determinadas condições em que existam evidências suficientes de que as decisões políticas não são tomadas com base nos preceitos da economia normativa tradicional. Esta solução tem a vantagem inegável de transformar, na linguagem colorida de Williamson, em criaturas de "políticos mafiosos" ou "corporativos" todos os economistas que não comungam do *mainstream*.

Essa rápida distração não deve desviar a atenção do leitor do objetivo central da conferência: como assegurar que a implementação das reformas recomendadas pelo CW possam obter suficiente apoio político e popular? Esta pergunta tem enorme relevância num momento em que dois novos reformadores na América Latina enfrentam problemas extremamente delicados: Andrés Perez, presidente da Venezuela, que posteriormente é afastado do

---

[214] Para aumentar a infelicidade da denominação utilizada por Williamson, encabeça a lista dos *technopols* o ex-presidente do México, Salinas de Gortari, que se encontra foragido na Irlanda, acusado de envolvimento em assassinatos e corrupção.

cargo, e Fujimori, presidente do Peru, que fecha o Congresso e governa com poderes excepcionais em 1992. Ambos os casos colocam em xeque a hipótese de que a democracia é compatível com as reformas do CW na América Latina.[215] É visível o esforço do IIE em buscar nos casos da Europa (Espanha, Portugal e Polônia) e da Austrália e Nova Zelândia provas de que não há incompatibilidade entre a agenda do CW e a democracia.[216]

Depois do começo em falso, Williamson escreve as conclusões da conferência com um cientista político, Stephen Haggard, especializado em reformas econômicas nos países em desenvolvimento (Williamson e Haggard, 1994). Os *technopols* ressurgem melhor caracterizados. Não são necessários em vários casos de reformas bem-sucedidas. No entanto, equipes econômicas coerentes e coesas parecem ser mais importantes em países latino-americanos e outros nos quais, ao contrário dos países europeus mediterrâneos, as forças políticas não conseguem promover consensos sociais e dependem dos resultados imediatos dos programas de estabilização para sua legitimação. Nestes casos, a pergunta relevante é por que e em que circunstâncias determinado grupo de economistas é adotado por certo líder ou partido político.[217]

Os *technopols* podem cometer graves equívocos nas suas estratégias econômicas, como atestam as mal-sucedidas experiências do Cone Sul no início da década de 80. Logo, podem gerar sérios desastres econômicos em regimes autoritários ou democracias recém consolidadas, nas quais o controle político sobre suas ações é bem menor do que em democracias consolidadas. Mas esta conclusão obviamente não está presente nas conclusões da segunda conferência de Washington.

Williamson e Haggard (1994) constatam a maior presença de economistas nos governos dos países em desenvolvimento nos últimos anos, atribuindo-a à sua qualificação técnico-profissional. Confirmam o apoio das instituições multilaterais a determinada visão dos economistas,[218] que os tornam mais dispostos a aplicar as reformas por elas recomendadas, e descrevem o papel

---

215 Uma hipótese sempre presente uma vez que, exceto a Índia, todos os demais países em desenvolvimento citados pelo *RDM 1991* como os reformistas de maior sucesso na década de 80 (Chile, China, Coréia do Sul, Gana, Marrocos, México e Turquia) não são democracias durante o lançamento e a implementação das reformas.

216 Note-se que não se tratam de países em desenvolvimento. A preocupação em desassociar autoritarismo e reformas também é compartilhada pela OCDE na mesma época. Ver Lafay e Lacaillon (1993).

217 Loureiro (1997) examina essa questão para o caso brasileiro.

218 É notória a influência dos programas de doutoramento nas universidades americanas na oferta de *technopols* nos países em desenvolvimento. Como assinalam diversos autores, a convergência cultural com os EUA em termos de valores e idéias (a "americanização"), o cosmopolitismo e o desejo de se integrarem ao "mundo global" são os legados ideológicos essenciais adquiridos pelos *technopols* nos EUA.

dessas instituições nos debates internos como favorecendo especialmente uma mudança no "clima intelectual" desses países.

Uma hipótese alternativa mais apropriada sobre os *technopols* encontra-se com um cientista político:

> Estas redes internacionalizadas de poder intra-estatais já vêm do imediato pós-II Guerra. Se naquele momento houve maior margem de liberdade na definição das políticas econômicas nacionais, isto foi compensado por menor grau de liberdade ou soberania para as escolhas de tipo político-ideológico. Foi o tempo da Guerra Fria e os elos burocráticos e políticos que articulavam o sistema internacionalizado de gestão destes estados passavam pelos campos ideológico e militar. Mas com o fim da competição político-ideológica bipolar e a consolidação da hegemonia liberal-conservadora através do mundo capitalista, estas redes de poder integradas em uma esfera supranacional se mantiveram, mudando apenas a natureza e lugar dos seus elos fundamentais. Eles foram deslocados para o campo da administração macroeconômica global do "território". O inimigo já não é mais o comunismo, é o "populismo macroeconômico" capaz de "ameaçar" a estabilidade das expectativas dos agentes e investidores nacionais e internacionais. O que passou a ser importante, nestes países, é a forma como administram suas políticas monetárias, e por isto seus elos burocráticos internacionalmente relevantes passaram dos Quartéis para os bancos centrais e Ministérios da Fazenda. Esta internacionalização dos centros de decisão macroeconômica ocorreu de forma mais direta nos "quase-estados" que carecem de burocracias econômicas próprias e confiáveis do ponto de vista internacional. Noutros países, com maior tradição estatal, as próprias burocracias nativas vêm se encarregando da aplicação do programa comum de políticas e reformas. Em síntese, mantém-se a mesma condição de soberania externa limitada, mas desloca-se o seu foco e muda a natureza de suas conseqüências internas. (Fiori, 1997: 139-140)

No exame dos casos nacionais, a aplicação das reformas não fornece material para generalizações fáceis. O processo político para atingir as reformas continua a ser dependente das contingências nacionais. Os programas com sucesso nem sempre foram abrangentes ou implementados rapidamente, como recomendado no *RDM 1991* e sugerido como hipótese por Williamson. O próprio conceito de "sucesso" é modificado para denominar os países nos quais as reformas tornam-se "irreversíveis", isto é, consolidadas, ao invés de denominar apenas os casos, bem menos numerosos, onde os resultados macroeconômicos são julgados satisfatórios.

Duas inesperadas generalizações surgem das experiências nacionais. A primeira, silenciada nas conclusões finais, refere-se à questão essencial da distribuição dos sacrifícios. Os trabalhadores urbanos são, em regra, fortemente atingidos em termos de desemprego e/ou salários reais.[219] Na

---

[219] Quando os sindicatos conseguem resistir ao arrocho salarial e à precarização das relações trabalhistas, a tentativa de implementar a receita de estabilização do CW torna-se inflacionária ou não permite uma competitividade internacional adequada. Há um esforço consciente dos *technopols* e dos seus áulicos na mídia em atribuir as pechas de "inflacionários" ou "populistas" aos economistas identificados com os sindicatos. Aliás, sobre a mídia, notadamente a televisão, a conclusão que emerge da leitura dos casos nacionais é que quanto mais democratizada, desconcentrada e pluralista, menos pode ser utilizada "pedagogicamente" pelos *technopols*, mas

América Latina, particularmente, as cifras resultantes do desemprego e/ou da perda do valor aquisitivo dos salários são excepcionalmente elevadas no período de implementação das reformas. A segunda, destacada nas conclusões finais, é a incômoda constatação de que um forte e decidido auxílio externo monetário (e não apenas "intelectual") tem sido decisivo na implementação das reformas para assegurar respostas privadas positivas, isto é, para eliminar as incertezas sobre o cenário futuro após as reformas nos países em desenvolvimento. O que não é explicitado é que, historicamente, recursos externos com essas características estão disponíveis apenas para certos países em desenvolvimento de especial interesse geopolítico ou geoeconômico para algum dos membros da Tríade.

Não é por menos que o mais importante *insider* latino-americano do CW, Enrique Iglesias, presidente do BID, aponta três condições para assegurar a continuidade das reformas na América Latina (Iglesias, 1994). A primeira é econômica: a permanência da conjuntura internacional favorável que permite a entrada de US$ 52 bilhões em investimentos estrangeiros em 1992 e mitiga a restrição externa. A segunda é política: reverter a crescente fadiga social que pode jogar as importantes classes médias contra as reformas e os reformadores. Além da introdução urgente de uma agenda de reformas sociais, requerem-se líderes especiais, capazes de manter acesas as esperanças das massas enquanto ganham tempo para consolidar as reformas. A terceira é institucional: redefinir o papel do Estado para além do seu papel *market-friendly* na economia, para assegurar a volta do crescimento. Infelizmente, como assinala o organizador: não há no momento nenhum consenso sobre como reiniciar o crescimento depois de concluída a estabilização. (Williamson, 1994: 18)

Por fim, cabe reconhecer no CW um conjunto de idéias estruturadas em um paradigma político coerente, que pode oferecer aos governos neoliberais da região, em certos momentos críticos, argumentos e bases suficientes para estimular ou induzir mudanças nas rotinas institucionais e resistir às pressões dos grupos organizados na sociedade. Essa autonomia do Estado ou dos *technopols* reforça-se ainda com argumentos retóricos elaborados a partir da "aprendizagem social", isto é, com base em tentativas deliberadas de ajustar os objetivos ou as técnicas das políticas públicas, tendo em vista as experiências passadas e as novas informações (Hall, 1993 *apud* Loureiro, 1997).[220]

---

quando essas condições não estão presentes, tem um papel fundamental na aceitação das reformas pela opinião pública.

[220] No Capítulo 8, podem ser encontrados esses argumentos apresentados pelos economistas do *mainstream* para o caso brasileiro, antes da elaboração do Plano Real.

PARTE III. OS CRÍTICOS LATINO-AMERICANOS AO CONSENSO DE WASHINGTON

5. UMA VISÃO ALTERNATIVA: ELEMENTOS DA VISÃO DA COORDENAÇÃO

Introdução

Os economistas latino-americanos críticos do CW baseiam-se numa outra visão estratégica de longo prazo do processo de desenvolvimento econômico, que aqui se denomina de visão da Coordenação. Esta outra visão representa, na América Latina, uma reelaboração própria da segunda das duas visões presentes na história do pensamento econômico: a primeira, denominada genericamente visão do Mercado nos capítulos anteriores, baseia-se filosoficamente no individualismo, no utilitarismo e na empresa privada, sendo herdeira da tradição representada por Adam Smith (as virtudes da "mão invisível"); a segunda baseia-se em atores sociais coletivos, sendo herdeira da tradição de economia política de Ricardo e Marx. Corresponde ainda à evolução, com significativas mutações, das propostas históricas dos estruturalistas latino-americanos para alcançar o pleno desenvolvimento econômico.[221] Na década de 80, perante o duplo desafio de superar a crise econômica regional e inserir a região num mundo que se globaliza, o estruturalismo latino-americano deixa-se influenciar por novas leituras das experiências históricas de desenvolvimento econômico dos países escandinavos (especializados em produtos intensivos em recursos naturais e detentores de um alto padrão de vida e de eqüidade) e dos países em desenvolvimento do Leste Asiático (especialmente das experiências bem-sucedidas da Coréia do Sul e Taiwan), pelo debate sobre as novas teorias "estratégicas" do comércio internacional, pela evidência acumulada sobre as TNCs como principais protagonistas na globalização produtiva e pelas contribuições recentes das escolas evolucionista e pós-keynesiana, compondo a visão da Coordenação latino-americana em torno dos seguintes elementos:[222]

- Inúmeras hipóteses fundamentais são antagônicas às da visão do Mercado: o futuro é incerto, os mercados apresentam falhas significativas, os agentes econômicos nem sempre conseguem acessar ou incorporar rapidamente as informações corretas, não são "racionais" (não conhecem o modelo econômico, no sentido conferido ao termo pelos novos clássicos) e suas decisões costumam ser marcadas pela irreversibilidade, gerando trajetórias econômicas instáveis.

---

221 As idéias estruturalistas são revisitadas de forma magistral por um de seus pioneiros em Furtado (1992).

222 Essa nova visão estratégica tem suas origens na influente revisão do caso asiático por Fajnzylber (1994). Uma avaliação das lições da experiência dos países escandinavos encontra-se em Blömstrom e Meller (1991). A vertente cepalina contemporânea encontra sua formulação inicial em CEPAL (1990), sendo discutida por Sunkel (1990 e 1992), Sunkel e Zuleta (1990) e Ramos (1993). As vertentes argentina e brasileira são discutidas nos Capítulos 6 e 7, respectivamente.

- As regularidades tecnológicas ("trajetórias tecnológicas") e as instituições assumem papel de destaque na explicação do processo de desenvolvimento econômico.[223]

- A indústria continua a exercer um papel central no processo de desenvolvimento econômico por ser portadora e difusora do progresso técnico.[224]

- Os comportamentos dos agentes econômicos privados na globalização, particularmente dos agentes nos mercados financeiros e cambiais, caracterizam-se pela volatilidade e pelo mimetismo, vale dizer, assumem características próprias das atividades especulativas, tornando-se bastante elásticos às mudanças nas expectativas e podendo provocar perturbações cumulativas em variáveis econômicas básicas.

- As fórmulas neoliberais de desregulação e liberalização dos mercados de trabalho, de bens e serviços, e financeiros para aumentar a eficiência na designação dos recursos da economia são contestadas ou sujeitas a diversas limitações.

- Os regimes cambiais devem assegurar taxas cambiais "competitivas" para fomentar o desenvolvimento das exportações.[225]

- A ajuda pública à empresa privada, justificada pela miopia dos agentes econômicos privados, deve ser condicionada à observância do desempenho desejado. O Estado continua a exercer o papel principal na coordenação dos recursos, apesar de ser recomendável aumentar o peso do mercado nas suas decisões e reduzir as funções empresariais do Estado.

---

223 Se o recorte perseguido for o metodológico, o termo Coordenação apresenta-se em Possas (1993) como um sucedâneo à noção de Equilíbrio, que ordena a visão do Mercado, como gerador de ordem e regularidades. Os agentes econômicos organizam-se e interagem sob a influência ou a égide de instituições, cujos principais atributos são a credibilidade e a reputação. Um maior grau de convergência comportamental e/ou articulação institucional entre os agentes não conduz necessariamente a uma maior estabilidade macroeconômica e vice-versa. Porém, a primeira favorece a segunda, ao criar regularidades e inércia institucional.

224 Esse componente da visão da Coordenação latino-americana, herança da tradição histórico-estrutural da CEPAL, é desenvolvido com vigor na obra de Fernando Fajnzylber. Ver Faynzylber (1994) e o já citado Cepal (1990), estudo produzido sob sua liderança.

225 Numa comparação histórica com os países emergentes da Ásia, os países latino-americanos têm políticas cambiais mais erráticas nas três últimas décadas. Na Ásia, as políticas cambiais procuraram assegurar uma desvalorização sistemática da moeda nacional ou pelo menos manter uma forte competitividade-preço das exportações. Por exemplo, a taxa de câmbio real da Coréia do Sul está estabilizada desde o início dos anos setenta, e apenas Cingapura, no início da década de 90, desenvolve uma estratégia de "moeda forte" (Coudert e Cour, 1996).

- Uma maior cooperação entre o Estado, a empresa privada e os sindicatos (alguns adicionam as ONGs) na estratégia de crescimento e de inserção internacional, vale dizer, num projeto nacional de desenvolvimento econômico, pode reduzir as incertezas e provocar um ajustamento coletivo virtuoso às novas condições da economia internacional.[226]

- A cooperação multilateral entre as nações é a estratégia favorecida, porém sem partilhar de uma visão idílica das relações internacionais, tão comum entre os economistas do *mainstream*, sendo mais cautelosos nas propostas de abertura comercial e financeira.

Frente às novas realidades da globalização, pode-se denominar de aprendizado social à capacidade e vontade da sociedade para modificar antigas fórmulas de sucesso e estabelecer novas instituições para dar continuidade ao fomento do processo de desenvolvimento econômico. A visão da Coordenação propõe um aprendizado social coordenado e centralizado que, é necessário reconhecer, pode elevar o grau de rigidez do sistema econômico e retardar as respostas dos agentes no curto prazo, especialmente na atual fase do capitalismo globalizado, quando uma intensa dinâmica do progresso técnico está associada a rápidos processos de desregulação e liberalização dos mercados, constituindo-se nas forças motrizes dominantes de uma ordem internacional marcada por elevados graus de incerteza e de especulação nos mercados globalizados. O desafio contemporâneo da visão da Cooperação é como equilibrar suas ênfases tradicionais na coordenação e na centralização com a necessidade de permitir uma maior concorrência e flexibilidade nas decisões dos agentes privados, evitando o atual dilema das economias latino-americanas de escolher entre a inadaptação (estagnação) e a desintegração (maior heterogeneidade) nas suas opções de crescimento doméstico e inserção internacional na globalização.[227]

Conforme visto na Parte II, segundo os economistas favoráveis ao CW, o retorno do crescimento na América Latina exige a adoção da visão do Mercado, que defende estratégias favoráveis às forças de mercado (*market-friendly*), implementadas através de reformas estruturais rápidas e radicais na fase seguinte à estabilização. A melhor designação dos recursos permitida pelo

---

[226] Note-se que aqui se entende estratégia não tanto como planejamento detalhado, mas com o *intent*, isto é, uma visão das metas futuras e de como atingir estas metas. Quando a eficiência produtiva é definida em relação a um conjunto conhecido de oportunidades, como na visão do Mercado, praticamente desaparece a necessidade de estratégias públicas. No entanto, se há incerteza sobre o conjunto de oportunidades, a análise do comportamento "racional" do setor privado deve compreender o desenvolvimento das capacidades de aumentar seu conhecimento. As estratégias públicas devem ser entendidas neste sentido e ultrapassam os limites da microeconomia e da racionalidade microeconômica, tornando-se um determinante primordial do desempenho econômico.

[227] No Brasil, a principal objeção prática à visão da Coordenação tem sido o diagnóstico de uma profunda crise do Estado nas décadas de 80 e 90, pelo que se entende não apenas uma grave crise fiscal, mas a crise de suas estruturas e de suas elites tecno-burocráticas, desmoralizadas pelo seu envolvimento em diversos episódios de corrupção e incapazes de formular um projeto alternativo de desenvolvimento econômico.

conjunto das reformas aumenta a eficiência econômica sistêmica e proporciona a retomada posterior dos investimentos privados. Vale dizer, a "modernização via internacionalização" é vista como uma fonte de crescimento mais dinâmica do que a expansão puxada pela demanda interna. Mesmo com recursos financeiros escassos, o crescimento ainda pode resultar de incrementos de produtividade gerados por privatização, desregulação e liberalização de comércio. Este é basicamente um esforço doméstico, ao qual a poupança externa deve ser complementar. Nessa visão, as mudanças nos regimes das políticas econômicas, buscando uma maior "credibilidade" e criando um ambiente favorável às forças de mercado, são as principais responsáveis pelas respostas positivas do setor privado a um programa de reformas econômicas. A função residual e transitória que ainda cabe ao Estado na América Latina é justamente a implementação do processo de reformas estruturais.

Os críticos latino-americanos do CW, como se mostra nos Capítulos 6 e 7, alertam que as inúmeras investigações empíricas sobre os determinantes do crescimento econômico nos países em desenvolvimento conferem um papel pouco destacado aos ganhos estáticos de eficiência. Alternativamente, enfatizam, valendo-se do exame das poucas experiências de "sucesso" conhecidas, a absorção contínua do progresso técnico e os altos níveis de poupança interna como os principais fatores explicativos do crescimento econômico. Destacam também o papel central dos fatores estruturais e institucionais nos determinantes do investimento. Uma vez tomadas, as decisões de investimento dependem inicialmente do financiamento de curto prazo oferecido pelos bancos ou do autofinanciamento das empresas, e não da oferta de poupança prévia. Particularmente, sublinham que a falta de intermediação financeira adequada e expectativas empresariais pessimistas, deprimidas por um longo período de instabilidade macroeconômica, podem consolidar trajetórias de "estabilidade com estagnação" nas economias latino-americanas.

Como evitar essas trajetórias? A ênfase dos partidários da visão da Coordenação é na importância do crescimento sustentado para elevar a poupança e o investimento nos seus países. Entre os requisitos para sustentar esta estratégia alternativa, destacam a necessidade de superar ou de evitar o retorno da restrição externa dominante, que consideram o principal fator limitante do desenvolvimento econômico na América Latina. A questão essencial na discussão sobre políticas macroeconômicas de economias abertas continua a ser a regulação da liquidez sistêmica e quais são as modalidades de ajustamento dos diferentes países às restrições de liquidez internacional. Na atual (des)ordem internacional, os países que dependem de créditos internacionais estão sujeitos a perdas substanciais no grau de autonomia em suas políticas. Esta é a grande lição da experiência latino-americana na década de 80. Neste sentido, denunciam os possíveis efeitos negativos de aberturas radicais, tanto comercial quanto especialmente financeira.

Essa visão alternativa encontra-se expressa sinteticamente nos cinco itens seguintes, quando se examinam, primeiro, o conteúdo das reformas propostas para o Estado; segundo, as reformas propostas para os regimes de comércio exterior e de investimentos diretos estrangeiros; terceiro, o fomento do aprendizado tecnológico; quarto, o financiamento do desenvolvimento econômico; e, quinto, as lições da experiência do Leste Asiático para os demais países em desenvolvimento.

5.1 Estado e Desenvolvimento Econômico

Em geral, esses críticos identificam os "sucessos" nos processos de desenvolvimento econômico dos *late-comers* com os países de "capitalismo organizado" ou de "capitalismo regulado", em que a interface governo-setor privado-financiamento costuma ser crucial para elevar a qualidade da inserção econômica internacional (Sunkel, 1992; Tavares, 1993b).[228] Para alcançar este fim nos países latino-americanos, inspiram-se principalmente no exemplo dos países do Leste Asiático, favorecendo estratégias agressivas para conquistar os mercados internacionais pelas empresas locais (sendo uma diferença óbvia a necessidade de integrar as filiais das TNCs nestas estratégias na América Latina).[229] Essas estratégias demandam uma forte coordenação entre as políticas públicas e as estratégias privadas, o que por sua vez exige promover um consenso estratégico de longo prazo, expresso num projeto nacional de desenvolvimento econômico. Esse projeto deve guiar o "aprendizado social" na busca de uma melhor inserção internacional e de maior eqüidade interna, numa ordem internacional marcada tanto pela centralidade do binômio conhecimento-informação quanto pelas maiores incerteza e especulação em todas as atividades capitalistas. Antecipando uma das conclusões do último item deste Capítulo, esta talvez seja a principal lição da experiência do Leste Asiático incorporada pela visão da Coordenação na sua versão latino-americana.

---

228 Países de "capitalismo organizado" são aqueles em que historicamente prevalece a integração orgânica entre a grande empresa privada, os grandes bancos e a tecnocracia de Estado, refletindo uma maior coordenação e coesão do grande capital do que no modelo anglo-saxão (Japão e Alemanha são os exemplos mais citados na literatura). Países de "capitalismo regulado" são aqueles em que a intervenção estatal é decisiva no desenvolvimento industrial alcançado no pós-guerra, não somente pela qualidade das políticas macroeconômicas, mas pelo conjunto das políticas públicas. O segredo do sucesso dessas experiências é a criação de instâncias de consulta e coordenação entre as políticas públicas e as estratégias privadas. Coréia do Sul e Taiwan são os dois países em desenvolvimento freqüentemente citados como exemplos de "capitalismo regulado".

229 Desde logo, há o reconhecimento de que a globalização produtiva dissocia as estruturas de oferta e demanda nacionais, mas há diferenças nas análises sobre a importância relativa do mercado interno *vis-à-vis* o mercado externo pelo lado da demanda entre, por exemplo, os neo-estruturalistas chilenos ligados à CEPAL (maior ênfase nas exportações) e os economistas brasileiros (maior ênfase no mercado interno).

A visão da Coordenação propõe a superação do falso dilema entre Estado e Mercado, incentivando a coordenação entre as ações do setores público e privado e a sua cooperação mútua para aumentar a eficiência produtiva e reduzir a incerteza que envolve o cálculo econômico de longo prazo, apresentando duas razões principais: 1) a convicção de que a existência e o bom funcionamento dos mercados requer a criação de instituições e normas que disciplinem as relações econômicas para assegurar a coesão social necessária a qualquer projeto de desenvolvimento econômico nacional; 2) a noção de que a política econômica é em boa parte responsável pela criação do ambiente macroeconômico que orienta as decisões privadas de investimento.

Na visão da Coordenação, permanecem centrais os papéis do Estado, como coordenador da rearticulação produtiva, e da indústria, por ser portadora e difusora do progresso técnico, em franco contraste com a visão do Mercado, que não reconhece o papel coordenador do Estado e nem as especificidades setoriais (Fajnzylber, 1994). As novas políticas públicas, adaptadas ao novo paradigma industrial da globalização produtiva, demandam um certo tempo para surtirem efeito, prazo necessário para implementar as novas instituições responsáveis. Repousam numa modernização sistêmica da oferta para criar vantagens comparativas dinâmicas: devem estimular a acumulação, a qualidade, a flexibilidade, a incorporação deliberada do progresso técnico, a eficiência, a capacidade organizacional, o aproveitamento das externalidades, a construção de *networks* etc.[230]

É inerente à visão da Coordenação apontar a insuficiência dos mecanismos de mercado, isto é, da intensificação da concorrência, como promotor único ou preferencial da inovação nos países em desenvolvimento. O Estado assume um papel importante na manutenção da qualidade da comunicação na esfera pública e da concorrência saudável na esfera privada, para desenvolver a capacidade de inovação na economia. O seu objetivo deve ser facilitar a cooperação e reduzir as incertezas que cercam as inovações, levando seus interlocutores privados a ultrapassarem suas rotinas defensivas e reativas.

Internalizar os setores industriais portadores do progresso técnico da Terceira Revolução Industrial, especialmente os associados às Tecnologias da Informação (TI), representa o grande desafio dos países latino-americanos na fase da globalização. Os críticos latino-americanos enfrentam uma dificuldade óbvia: há uma escassa experiência regional anterior de coordenação estratégica de longo prazo dos governos com os grupos privados e entre os próprios grupos

[230] A visão da Coordenação reconhece a necessidade de transitar de um paradigma institucional obsoleto, ligado à estratégia de substituição de importações (SI), a um novo, em que Estado e Mercado são complementares, que possibilite identificar rapidamente as tendências geoeconômicos mundiais e as novas oportunidades abertas pelo novo paradigma produtivo, dependentes das condições internas iniciais de cada país. No entanto, diagnosticam uma crise endógena da SI: torna-se obsoleta pelos novos problemas e desequilíbrios colocados pelo sucesso anterior e por transformações no ambiente externo, ao contrário do CW, que considera a SI equivocada desde o início.

privados que oriente a internação desses setores, elemento essencial presente nos países em desenvolvimento do Leste Asiático.

No caso do Brasil, país com experiências históricas anteriores de coordenação com sucesso dos investimentos públicos e privados, o caráter historicamente defensivo e rentista dos grandes grupos econômicos nacionais acentua-se desde 1979 e fracassam os projetos de energia nuclear e de reserva de mercado para produtos da informática, os últimos grandes projetos da tecnoburocracia nacional-desenvolvimentista. Os ajustes patrimonial, financeiro e cambial do setor privado são feitos à custa do Estado na década de 80 e o ajuste exportador desse setor perde fôlego ao longo da segunda metade desta década. No início da década de 90, o ajuste microeconômico, induzido pela abertura comercial em meio a uma pronunciada instabilidade macroeconômica, centra-se na redução dos custos, distante da modernização sistêmica necessária (Tavares, 1993a).[231]

As crises fiscais crônicas nos países latino-americanos associam-se a outras contingências históricas na década de 80, transformando-as em crises do Estado.[232] A permanência da crise fiscal e da instabilidade macroeconômica nessa década, compromete seriamente a viabilidade política da visão da Coordenação na América Latina, que já parte de condições iniciais muito desfavoráveis em questões que lhe são essenciais, quando comparada aos casos europeus e asiáticos: a falta de experiências democráticas consolidadas para construir os consensos necessários; a ausência de burocracias estatais baseadas no mérito; a pouca autonomia das decisões estatais na esfera econômica; a falta de experiências nacionais anteriores para orientar a cooperação entre Estado e empresas, entre empresas e dentro das empresas; a baixa qualidade da ação pública; a corrupção endêmica; uma distribuição francamente regressiva da renda; e um estoque de investimentos francamente insuficiente em infra-estrutura e educação básica.

Em suma, na América Latina, a visão da Coordenação ressente-se justamente da ausência da condição necessária para implementar a sua agenda de reformas estruturais: um Estado forte e relativamente autônomo para implementar um projeto nacional de desenvolvimento econômico, que requer amplas capacidades políticas e organizacionais, e ao mesmo tempo democrático e atento às questões de justiça social. A questão central do desenvolvimento econômico permanece sendo a capacidade de mobilizar e

---

231 Em 1993, apesar dessas dificuldades, Maria da Conceição Tavares ainda está relativamente otimista com a viabilidade política da visão da Coordenação no Brasil. Acredita que as elites brasileiras resistem tenazmente às reformas liberalizantes, tornando possível um acordo político socialmente construído que apoie um programa alternativo ao do CW (Tavares, 1994a).

232 São os cientistas políticos que diagnosticam com maior clareza a natureza da crise estatal. Para o caso do Brasil, uma das análises pioneiras encontra-se em Fiori (1995).

utilizar os recursos excedentes, tarefa que depende da existência de um comando com direção estratégica, que seja capaz de aglutinar uma correlação estrutural de forças favoráveis ao seu projeto. O corolário inevitável dessa conclusão é a forte dependência, para a implementação desse projeto, de uma improvável mudança radical nas atitudes das elites dominantes ou da sua adoção por uma coalizão eleitoral fortemente majoritária entre as classes populares e médias.

Finalmente, no início da década de 90, a mudança na conjuntura financeira internacional traz dificuldades adicionais e inesperadas à visão da Coordenação, especialmente pela oportunidade de ganhos de arbitragem fabulosos no curto prazo a todos os agentes internos com acesso privilegiado ao mercado financeiro internacional, o que acaba por soldar amplas alianças do grande empresariado favorecendo a estratégia neoliberal de abertura em todos os maiores países da região. Outra dificuldade adicional, não desprezível, é que a visão da Coordenação se confronta com as demandas dos EUA e das instituições multilaterais por uma substancial liberalização dos regimes de comércio exterior e de IDE e da própria conta capital nos países em desenvolvimento.

Prestigiados pelos EUA e com a tolerância dos demais membros do G-7, o FMI, o BM e o BID favorecem os programas ortodoxos na América Latina, recusando apoio financeiro para os demais.[233] As propostas de estabilização dos críticos esbarram nas maiores condicionalidades das instituições multilaterais, exigidas pelo Plano Brady, durante as longas renegociações das dívidas externas. Segundo os economistas do CW, as vantagens do Plano Brady - a redução da dívida e o acesso aos créditos multilaterais -, devem estar disponíveis apenas para os países que demonstrem a "vontade política" de proceder com as reformas estruturais. O bloqueio é efetivo: na prática, não há exemplos regionais de países seguindo com algum sucesso políticas econômicas alternativas àquelas recomendadas pelo CW no início da década de 90.

Na geoeconomia do pós-guerra Fria, num mundo mais interdependente e no qual, por iniciativa da única superpotência, os EUA, a diplomacia tem um conteúdo econômico e comercial cada vez mais abrangente, os países que dependem de créditos internacionais estão sujeitos a perdas significativas do grau de autonomia em suas políticas nacionais.[234] Neste ambiente

---

[233] O caso do Brasil é exemplar na ilustração dos efeitos desse veto: o país pagou, entre 1983-89, 29% dos créditos privados de longo prazo existentes em 1982 e 40% dos créditos totais, que incluem os oficiais e multilaterais (Cohen, 1992). Este percentual mais elevado se deve, em grande parte, ao duro tratamento dado pelos credores oficiais e multilaterais a um devedor visto como recalcitrante.

[234] O termo geoeconomia, empregado na literatura sobre as relações internacionais, assinala a mudança da natureza da concorrência básica no sistema internacional pós-Guerra Fria, complementando o tradicional enfoque

internacional, apenas equipes econômicas e governos comprometidos com as reformas estruturais exigidas pelo CW na América Latina são prestigiadas pelas instituições multilaterais, representando um veto internacional às propostas alternativas.

5.2 A Liberalização dos Regimes de Comércio Exterior e IDE

Em matéria de política comercial, a visão da Coordenação costuma enfatizar a íntima associação entre IDE e comércio internacional na reestruturação industrial na fase de globalização. O processo de globalização é fundamentalmente um resultado das estratégias das empresas transnacionais (TNCs), que procuram coordenar a expansão internacional das suas operações para organizar a produção, o P&D, o marketing e o financiamento, tarefa facilitada pelo ambiente global de desregulação e privatização em marcha nas duas últimas décadas. Essas estratégias são um *mix* de diversas operações internacionais como exportações e *sourcing*, IDE e alianças estratégicas etc. O *mix* de operações interfirmas e intrafirmas desenvolvidos localmente afeta decisivamente a inserção internacional dos países envolvidos. Note-se que, em regra, as filiais das TNCs nos países em desenvolvimento destinam a produção majoritariamente para os mercados interno e regional e as suas operações comerciais externas costumam ser fortemente deficitárias (Oman, 1994; Vickery e Casadio, 1996).

Um dos paradoxos contemporâneos é que a globalização convive com um maior nacionalismo nos determinantes da produtividade e as nações concorrem mais agressivamente pela capacidade de criar riqueza, aumentando o papel dos governos na determinação dos resultados e criando um dilema de difícil solução para a visão da Coordenação. Por um lado, a liberalização dos regimes nacionais de investimentos diretos para atrair o IDE, na última década, significa um menor controle para as atividades locais das empresas transnacionais. Por outro lado, aumenta a necessidade de que as políticas públicas estratégicas envolvam o IDE para assegurar determinadas metas nacionais na fase de globalização. Especialmente para evitar que a decisão sobre que partes das redes de produção globais serão internalizadas no país em questão - fundamental na determinação da qualidade do padrão de comércio exterior - fique inteiramente subordinada aos critérios das empresas transnacionais.

Para ressaltar brevemente a natureza desse dilema, contrasta-se, a seguir, a visão do Mercado - uma visão do processo de desenvolvimento econômico profundamente arraigada no *mainstream*, em que mercados competitivos e uma mesma tecnologia disponível para todos os países devem assegurar a

---

geopolítico pelo reconhecimento do papel fundamental da economia na reconfiguração do mundo e na defesa do interesse nacional das grandes potências. Ver Jacquet (1994).

convergência do processo de crescimento econômico – com a visão alternativa da Coordenação em matéria de políticas comerciais e IDE, subscrita por diversos autores internacionais.

Para isso, escolhe-se Paul Krugman, que posa ocasionalmente como um iconoclasta do *mainstream*, mas que tem exercido com enorme prazer o papel de defensor da economia civilizada contra os bárbaros intelectuais (Krugman, 1997a: xii), para resumir inicialmente a argumentação favorável ao livre comércio que se origina da visão do Mercado. Para discuti-la, selecionam-se as seguintes passagens dos seus ensaios recentes:

> O que é verdade na visão (do Consenso) de Washington, pelo menos em termos amplos, é a crença nas virtudes do livre mercado e nos males do protecionismo. Existem ressalvas a essa visão, mas são insignificantes, porque ela é essencialmente correta. (Krugman, 1997d: 142)

> A taxa de crescimento do padrão de vida eqüivale, em essência, à taxa de crescimento da produtividade interna - não a produtividade em relação aos competidores, mas simplesmente a produtividade interna. Embora o comércio mundial supere o de qualquer outra época anterior, os padrões de vida são determinados predominantemente por fatores internos, e não por alguma competição por mercados mundiais. (Krugman, 1997a: 8-9)

> Na última década do século XX, o essencial para se ensinar aos estudantes ainda são os *insights* de Hume e Ricardo. Ou seja, temos que lhes ensinar que os déficits comerciais se autocorrigem e os benefícios do comércio não dependem de um país deter uma vantagem comparativa absoluta sobre seus rivais. Se conseguirmos fazer com que alunos de graduação estremeçam ao ouvir alguém falar de "competitividade", teremos prestado à nossa nação um grande serviço. (Krugman, 1997c: 122)

> A idéia de que o sucesso econômico de um país seja, em grande parte, determinado por seu desempenho no mercado mundial é uma hipótese, não necessariamente uma verdade; e, em termos práticos, essa hipótese é totalmente equivocada. Ou seja, simplesmente não é verdade que as grandes nações do mundo estejam, em algum sentido, competindo economicamente entre si ou que qualquer de seus grandes problemas econômicos possa ser atribuído à incapacidade de competir no mercado mundial. (Krugman, 1997a: 4-5)

> Assim, durante os últimos dez anos, um maciço programa internacional de pesquisas explorou as perspectivas da política comercial estratégica. Duas grandes conclusões surgiram. Primeira, é dificílimo identificar os setores que deveriam receber promoção estratégica ou a forma e nível apropriados de promoção. Segunda, os benefícios de uma política comercial estratégica, ainda que bem-sucedida, tendem a ser muito modestos. (Krugman, 1997b: 29)

> A competição internacional não faz os países fecharem as portas. Poderosas forças de equilíbrio costumam assegurar que qualquer país permaneça capaz de vender uma gama de produtos nos mercados mundiais e seja capaz de equilibrar seu comércio internacional em média e a longo prazo, mesmo que sua produtividade, tecnologia e qualidade dos produtos sejam inferiores às das demais nações. (Krugman, 1997e: 87)

> Um país menos produtivo que seus parceiros comerciais em todos os setores será forçado a competir com base em baixos salários, em vez de maior produtividade. Mas não será vítima de uma catástrofe; de fato, normalmente se beneficiará com o comércio

> internacional... Devemos também observar que essa discussão até agora omitiu um fator fundamental na política real do comércio internacional: a distribuição de renda. Mudanças nos padrões de comércio internacional costumam afetar fortemente a distribuição de renda dentro dos países, de modo que mesmo uma mudança em geral benéfica produz perdedores e ganhadores (pelo menos a curto prazo). Se os estrangeiros estão dispostos a nos vender produtos de boa qualidade a preços baixos, isso é bom para a maioria de nós, mas ruim para a indústria nacional que compete com as importações. Essa observação vale para os dois lados do argumento. Por um lado, os economistas às vezes apregoam os benefícios do livre comércio, ignorando os custos às vezes substanciais do ajuste. Por outro lado, grande parte da oposição ao livre comércio representa a defesa de interesses especiais, um apelo à necessidade de "competitividade" servindo muitas vezes como uma capa para defesa de mesquinhos interesses próprios. (Krugman, 1997e: 92-93)

> Finalmente, como a intenção de grande parte de meus textos sobre comércio internacional têm sido a de derrubar a idéia de que nosso destino econômico seja condicionado por alguma espécie de luta competitiva, foi necessário dizer algo sobre o que penso estar realmente acontecendo. A resposta, em suma, é que a mudança tecnológica, e não a competição global, é que é realmente importante. (Krugman, 1997a: xiii)

Várias objeções podem ser feitas a essa visão idílica do livre comércio. O conhecimento tecnológico deve ser um bem público perfeito para que a teoria ricardiana do comércio internacional proporcione a convergência econômica num regime de livre comércio. Mostra-se, no item a seguir, que a contribuição dos evolucionistas desafia essa visão da tecnologia como um bem público internacional, livremente disponível a todos agentes com custo zero.

A hipótese básica implícita nessa visão é que o sistema internacional tem uma natureza inerentemente benigna (Moran, 1996: 180-181).[235] Essa hipótese opõe-se a uma vasta evidência acumulada e analisada por estudiosos das relações internacionais: as nações maximizam poder e não prosperidade. São as taxas relativas de crescimento, o domínio das inovações tecnológicas, o poder militar, a posição credora ou devedora no sistema financeiro internacional que determinam a influência dos Estados nacionais nas regras do jogo da economia internacional, bem como a sua resistência a choques e pressões externas. As políticas comerciais são parte integrante das estratégias nacionais para melhorar a qualidade da inserção internacional.[236]

Há conseqüências distributivas internacionais das políticas de livre comércio, além das nacionais reconhecidas por Krugman: quando há choques externos

---

[235] Na defesa da estratégia de desenvolvimento proposta no *RDM 1991*, os técnicos do Banco Mundial também reafirmam sua visão idílica das relações internacionais: Uma macroeconomia estável torna mais fácil suportar os choques externos causados periodicamente pela inserção na economia mundial; inversamente, os vínculos com o mundo exterior proporcionam acesso ao capital estrangeiro, o que torna mais fácil manter a estabilidade macroeconômica interna em face de choques externos. (Banco Mundial, 1991: 168)

[236] Gowa (1994) insiste que, até agora, as considerações sobre a segurança nacional constituem-se na mais durável barreira ao livre comércio, exercendo o primado num mundo anárquico.

adversos, o papel de um país ou região na economia internacional diminui e as bases da prosperidade nacional ou regional podem ser duramente afetadas ou destruídas.

Uma visão estratégica do comércio internacional não pode ignorar que as enormes escalas de produção ou P&D necessárias em certas indústrias globais, especialmente nas *high-tech*, podem excluir ou manter em situação subordinada, nas redes de produção globais, países ou regiões inteiras, à mercê de monopolistas estrangeiros. Há uma ameaça potencial à autonomia das políticas nacionais e maior vulnerabilidade à manipulação estrangeira para captar eventuais rendas econômicas geradas nessas atividades.

Os argumentos de Krugman podem ser colocados de cabeça para baixo: pelo menos nas indústrias *high-tech*, as perdas de bem-estar do consumidor devidas ao protecionismo estratégico são relativamente pequenas frente às possíveis conseqüências negativas da dependência de um monopolista estrangeiro, sujeito em certas circunstâncias aos atos discricionários dos mais poderosos Estados nacionais. Acordos de co-produção e co-licenciamento de tecnologias nem sempre estão disponíveis. Evitar a manipulação, os atrasos e as negativas no acesso aos produtos e processos são considerações relevantes nesses setores (Moran, 1996).

A recente globalização das redes (*networks*) de produção torna bastante complexas as relações entre IDE, exportações e tecnologias para alcançar o *upgrading* industrial nos países em desenvolvimento: dentro dessas redes, lhes são destinadas atividades selecionadas segundo suas vantagens de localização estáticas. A regra geral é de que se tratam de atividades intensivas em mão-de-obra e recursos naturais, mas pouco intensivas em P&D. As características do novo padrão de produção tornam o IDE mais dinâmico que o comércio: a decisão de onde localizar certas atividades funcionais, que dão origem ao conjunto das operações interfirmas e intrafirmas de uma rede global de produção, afetam decisivamente a inserção internacional dos países. As externalidades e os *spill-overs* internacionais do IDE podem ter sido significativamente reduzidos, com o enfraquecimento dos encadeamentos produtivos no mercado doméstico. Nessas condições, a decisão de localização industrial pelas TNCs enfrenta menores barreiras à entrada e saída, reduzindo o poder de barganha dos países em desenvolvimento, decisivo para uma satisfatória divisão internacional das externalidades e *spill-overs* do IDE (Ostry e Gestrin, 1993).

Um dos paradoxos da economia política internacional é que a globalização convive com um maior nacionalismo nos determinantes da produtividade. As nações concorrem mais agressivamente pela capacidade de criar riqueza e aumenta o papel dos governos na determinação dos resultados, que dependem da configuração que pode assumir a rede global, tornada operacional por meio

de redes regionais ou locais de produção. As TNCs tornam-se os árbitros da divisão de trabalho entre os distintos mercados nacionais e suas decisões de localização integram os fluxos de comércio, investimento e tecnologia. É neste sentido que é legítimo afirmar que os padrões de comércio internacional e IDE são superpostos. No entanto, persistem as preferências nacionais na localização de determinadas funções-chave das TNCs (P&D, finanças, marketing etc.): a propriedade nacional das grandes empresas continua a ser importante. Os Estados e as TNCs estão mais interdependentes e é notória a existência de *visible hands* nas decisões de novos investimentos e localização global das plantas. Nessas condições, criar vantagens comparativas (por meio de infra-estrutura adequada e diversas políticas de atração e coordenação dos investimentos privados) e transformar as condições da competitividade futura devem ser preocupações constantes dos governos., como também deve ser evitar que os ganhos auferidos pelas TNCs em determinada localização sejam simplesmente internalizados na empresa global, sem nenhum retorno proporcional ao país em questão. A conclusão inevitável é que a existência de concorrência oligopolística e interações estratégicas entre TNCs e Estados Nacionais violam os supostos da liberalização comercial benigna (Stopford, 1996).

A experiência dos países do Leste Asiático mostra que políticas seletivas, durante a liberalização dos regimes de comércio exterior e IDE, podem melhorar o lugar dos países em desenvolvimento na hierarquia internacional, desde que associadas a uma visão estratégica adequada do futuro. Requer-se um projeto nacional de desenvolvimento econômico de longo prazo, para internalizar as novas gerações de indústrias, com maior potencial de inovação e crescimento, e para implementar mecanismos que tornem os comportamentos privados solidários com esse projeto, inibindo as práticas predatórias e oportunistas (UNCTAD, 1996a).

A capacidade dos governos intervirem em certos mercados em favor dos produtores nacionais nem sempre cria vantagens comparativas dinâmicas nacionais de longo prazo. Isto depende particularmente da forma que assumem os encadeamentos produtivos (*linkages*) na economia. Depende do que Borrus e Zysman (1997) denominam ser a "arquitetura da oferta" de componentes, equipamentos, produtos e *know-how* que definem possibilidades e restrições nas trajetórias tecnológicas. São certas combinações virtuosas verificadas em certos encadeamentos produtivos (suas trajetórias tecnológicas), difíceis de prever *ex ante*, que permitem à proteção setorial resultar num crescimento mais dinâmico da produtividade da economia.

O conceito de competitividade não é nem supérfluo nem necessariamente perigoso. É um conceito bem mais amplo do que produtividade, construído para destacar tanto a necessidade de ponderar os múltiplos objetivos das políticas públicas, muitas vezes conflitantes, segundo as preferências da

sociedade, quanto a rejeição de supostas virtudes, aludidas por Krugman, dos "mecanismos automáticos" (recessão e queda dos salários reais) para o ajuste dos desequilíbrios externos:

> A competitividade de uma nação é o grau em que, respeitadas as condições de comércio livre e justo, produz bens que satisfazem ao teste dos mercados internacionais e simultaneamente eleva as rendas de seus cidadãos. A competitividade nacional é baseada num desempenho superior da produtividade e na capacidade da economia de deslocar a produção para atividades de alta produtividade, que, por sua vez, geram salários reais elevados. Competitividade é associada com padrões de vida ascendentes, expansão das oportunidades de empregos e a capacidade de uma nação em manter seus compromissos externos. Não é apenas uma medida da capacidade nacional de vender ao estrangeiro nem de manter uma balança comercial equilibrada. (Cohen, 1994)

Confirma-se, no final da década de 80, a evolução gradual do sistema internacional para a constituição de três grandes blocos econômicos regionais que integram moeda, comércio e IDE, subordinados ao dólar, ao marco alemão (a ser substituído pela moeda européia única) e ao iene.[237] Trata-se da explicitação da forma que assume a rivalidade no interior da Tríade: uma concorrência entre diferentes sistemas de economias de mercado, que influenciam distintamente a capacidade de competir globalmente das suas empresas. Estados Unidos, Comunidade Européia e Japão procuram construir espaços econômicos regionais (o fenômeno da regionalização na globalização), nos quais afirmam seus interesses nacionais e seus sistemas regulatórios. É uma regionalização eminentemente ofensiva, destinada a proteger os interesses econômicos nacionais ou regionais de longo prazo em face dos desafios emanados dos demais blocos, e há um reconhecimento crescente de que os "estilos" regionais de capitalismo têm conseqüências sistêmicas para a competitividade das empresas (Ostry, 1992).

Com a emergência do Japão como um rival global, notadamente em indústrias *high-tech*, os Estados Unidos pressionam pela maior harmonização das políticas nacionais na década de 80, segundo o modelo americano, lançando iniciativas multilaterais (Rodada Uruguai), unilaterais (nova Lei de Comércio) e bilaterais (tratados de livre comércio com Canadá, Israel e México). Vários novos temas ligados ao comércio são introduzidos nessas negociações, destacando-se serviços, propriedade intelectual, agricultura e IDE. Novíssimos temas têm sido adicionados depois do término da Rodada Uruguai: meio ambiente, direitos trabalhistas, liberalização mais profunda em áreas *high-tech* como tecnologias da informação etc. Nessas negociações os grandes países procuram atingir outros objetivos, além da busca da maior eficiência econômica estática. Os próprios EUA, no final da Rodada Uruguai, aderem ao

---

[237] Note-se que não há um bloco monetário em torno ao iene que seja similar aos blocos em torno do dólar e do marco alemão, apesar da sua importância na denominação das dívidas regionais no Leste Asiático e do peso crescente do Japão no comércio regional.

conceito de busca da "eficiência dinâmica", exigindo a legalização dos seus pesados subsídios públicos em P&D no quadro legal da OMC (Ostry, 1996).

As pressões sobre os países em desenvolvimento para se adaptarem ao novo regime de comércio e investimentos internacionais são tremendas, uma vez que as novas regras já negociadas e em negociação, genericamente denominadas políticas de concorrência, invadem áreas antes consideradas privativas das decisões domésticas.[238] Três soluções são adotadas no gerenciamento dos conflitos que surgem de um comércio internacional cada vez mais liberalizado e globalmente integrado: harmonização, reconhecimento mútuo das diferenças e comércio administrado. Essas soluções apresentam um espectro de soluções que vão daquelas que refletem uma maior confiança nos mecanismos de mercado, englobadas na "harmonização", àquelas mais políticas, compreendidas no "comércio administrado" (Kahler, 1996).[239]

Pode-se concluir que defender uma maior confiança nos mecanismos de mercado nas políticas de comércio exterior e IDE não é uma solução "neutra" na atual ordem internacional. Significa favorecer soluções que demandam a harmonização dos regimes de comércio exterior e IDE que, na prática, estão se dando segundo os interesses nacionais dos EUA. Esta conclusão não deve diminuir o reconhecimento de que o papel contemporâneo dessas políticas nos países em desenvolvimento inevitavelmente deve ser bem mais discreto, dado o novo ambiente internacional de mobilidade dos capitais, que limita seu ativismo possível e pode dificultar sobremaneira, em certas circunstâncias externas adversas, a manutenção dos seus equilíbrios macroeconômicos básicos.

5.3 O Aprendizado Tecnológico

Deve-se reconhecer que o *RDM 1991* não tergiversa na questão da elevação da produtividade associada às mudanças tecnológicas, assumindo claramente a hipótese de livre acesso com baixo custo ao conhecimento tecnológico no mundo global.[240] Segundo o *RDM 1991*, a tecnologia não se transmite

---

238 As pressões para adaptação resultantes da Rodada Uruguai sobre os países em desenvolvimento encontram-se discutidas em Presser (1996).

239 Não passa desapercebido a um observador arguto que os EUA, o *ruling maker* da ordem global, preferem a "harmonização" quando esta coincide com as suas regras nacionais. Encontrando resistências para implementá-la, recorrem ao "comércio administrado". O reconhecimento mútuo da diversidade institucional, a prática européia, não é uma solução aceita espontaneamente pelos EUA nos últimos 15 anos.

240 Essa posição menospreza as conseqüências econômicas da negociação sobre direitos de propriedade intelectual na Rodada Uruguai, uma demanda dos EUA, que desafia essa hipótese, a menos que se defenda implicitamente uma divisão internacional do trabalho Norte-Sul ao longo das linhas "intensivo em trabalho altamente qualificado, P&D e capital" no Norte e "intensivo em trabalho pouco qualificado e recursos naturais" no Sul.

rapidamente apenas na presença de restrições às importações e outras restrições à sua difusão, especialmente ao IDE. Desta forma, os países em desenvolvimento têm fantásticas oportunidades de crescimento pela adoção de políticas "corretas", tarefa facilitada pela existência de um único modelo institucional (regimes comerciais e de IDE abertos) a ser seguido na implementação dessas políticas.

O *RDM 1991* apóia suas recomendações liberalizantes num dos feitos mais notáveis do *mainstream* na década de 80: a teorização de uma nova família de modelos de crescimento que formalizam o progresso técnico como endógeno, tornam as atividades de P&D compatíveis com a maximização dos lucros das empresas individuais e introduzem "externalidades" e *spillovers* positivos para atividades tais como educação e treinamento da mão-de-obra.[241] Ainda que seja igual o acesso à tecnologia, os incentivos à sua adoção e o capital humano (as "externalidades") produzem a diferenciação nas taxas de crescimento. Nesses modelos, portanto, há "aprendizado", um resultado de equilíbrio de uma designação ótima dos recursos. A convergência internacional no processo de crescimento pode ser interrompida, dependendo dos esforços anteriores das empresas nacionais em P&D, treinamento de mão-de-obra, diferenciação dos produtos etc. e das políticas públicas nacionais em educação, infra-estrutura, P&D etc.

Na migração desses modelos para os países em desenvolvimento há uma inexplicável transubstanciação, quando vários dos elementos que permitem o aprendizado desaparecem, como se nota na sua aplicação no próprio *RDM 1991* e, com ainda maior transparência, na comparação entre os processos de desenvolvimento econômico das Ilhas Maurício e de Taiwan por Romer (1993).[242] A hipótese predominante nessas migrações é a possibilidade de importação de tecnologias *best practices* sem maiores custos, via IDE, pelos países em desenvolvimento.

Romer (1993) salienta a diferença entre a economia das mercadorias e das idéias como importante para a compreensão dos processos de desenvolvimento econômico. Muitas "idéias" (termo utilizado como sinônimo de novos produtos e processos) são controladas por agentes privados que respondem a incentivos econômicos. As características distintivas das "idéias" são uma alta elasticidade na resposta a incentivos econômicos e a ausência de custos de oportunidade (podem ser usadas repetidamente sem custos). Sua produção

---

241 Uma resenha dessa literatura por um dos pioneiros desse enfoque encontra-se em Romer (1994).

242 Como se mostrou no Capítulo 3, a educação básica é a variável explicativa mais importante na análise de regressão que procura identificar as atividades "endógenas" que geram conhecimento para "explicar" a maior PTF dos países do Leste Asiático no *RDM 1991*. Variáveis alternativas, como despesas de P&D e *proxies* para as atividades de extensionismo científico e industrial, certamente muito mais relevantes para explicar seu *upgrading* em direção aos produtos das tecnologias da informação, nem sequer constam do modelo.

não pode ser medida utilizando-se como *proxy* a formação de capital humano: "idéias" e capital humano têm diferentes atributos como bens econômicos e diferentes implicações para a teoria econômica. Isto significa que o investimento em escolaridade pode não ser suficiente, por si só, para produzir idéias.

Uma das conseqüências da ênfase na importância das "idéias" para o desenvolvimento econômico é que os países em desenvolvimento devem preferencialmente usar o grande estoque disponível prontamente nos países desenvolvidos. Romer reconhece que, na prática, as "idéias" não são disseminadas se os proprietários não julgarem os arranjos lucrativos e seu valor tende a aumentar em relação ao do trabalho e a ser captado de forma desproporcional pelos países intensivos em "idéias" na fase de globalização.

Dessas colocações, espera-se uma relativa simpatia de Romer pela experiência de Taiwan, na qual vários instrumentos são utilizados para aumentar a produção e a difusão das idéias, com a intenção explícita de elevar o controle doméstico da sua produção e do seu uso. Romer efetivamente reconhece o ecletismo, o pragmatismo e a flexibilidade do enfoque taiwanês para alcançar esse objetivo, permitindo um contínuo *upgrading* nas suas exportações de manufaturados, da têxtil de algodão na década de 50, para a têxtil com fibras sintéticas e, finalmente, para os produtos da eletrônica na década de 80.

Apoiando-se em Wade (1990), Romer descreve as várias restrições para proteger e desenvolver a indústria doméstica, destacando-se entre elas o licenciamento do IDE, para o qual vigoram condicionalidades como as exigências de desempenho exportador, conteúdo nacional e controle nacional, e o uso extensivo de barreiras não-tarifárias, que sujeitam as importações a controles administrativos.

Romer confirma o sucesso de Taiwan em acessar e controlar a tecnologia estrangeira: a alta produtividade de sua produção é uma demonstração de que os *spillovers* de internalizar tecnologia (os retornos sociais) são maiores do que os custos (a redução dos retornos privados), justificando eventuais subsídios públicos para internalizar as idéias. Uma vez reconhecida a importância dos subsídios públicos para internalizar as idéias nos países em desenvolvimento, questão pendente é como evitar o *rent-seeking*. Romer conclui que democracias modernas não suportam um intervencionismo do tipo efetuado em Taiwan, que supõe governos competentes, fortes e autoritários, acima dos interesses particulares. Mesmo na Coréia do Sul e no Japão, os casos de corrupção tornados públicos são cada vez mais numerosos (*crony capitalism* é o novo rótulo neoliberal para essas experiências). A impossibilidade institucional das democracias modernas em efetuar intervenções estratégicas recomenda, como norma geral, a ampla integração à economia global, através da abertura econômica, para obter maior acesso ao estoque de idéias já existentes.

Um leitor descuidado, supondo que são os valores democráticos de Romer que o levam a rejeitar a experiência de Taiwan, choca-se ao descobrir que a alternativa de desenvolvimento favorecida é a experiência da zona de processamento de exportações (ZPE) das Ilhas Maurício.[243] Para Romer, o elemento-chave do sucesso dessa estratégia de desenvolvimento é a atração do IDE, já que os empresários de Hong Kong aportam as "idéias" de como produzir têxteis e vestuário. Apesar da ampla evidência que o próprio autor produz em contrário, destacando-se a estagnação dos salários reais durante quase 20 anos e os incentivos fiscais generosos, conclui que: A abertura ao IDE não custa nada, exceto talvez um pouco de orgulho nacional. (Romer, 1993: 88)

Os problemas óbvios dessa estratégia - ser facilmente imitável e esbarrar no protecionismo dos países desenvolvidos (um ambiente internacional aberto e benigno é uma condição *sine qua non*) - são minimizados. Romer endossa as teses ortodoxas que defendem a abertura ampla das economias e a eliminação das distorções de preços, postulando que são as que oferecem os maiores benefícios potenciais para os países em desenvolvimento, descartando as políticas seletivas, como as empregadas com sucesso por Taiwan e Coréia do Sul.

Quanto às preocupações com a democracia, regimes autoritários que não "distorcem" os preços (ainda que à custa da repressão aos sindicatos e à oposição em geral) parecem ser toleráveis ao autor. Pode-se economizar na ironia. Um alto funcionário do BM, treinado na tradição de Chicago, encarrega-se de efetuar a mais ferina das acusações, a falta de originalidade, nos seus comentários à contribuição de Romer:

> Congratulo-me com as conclusões que emergem das assim chamadas novas teorias do crescimento. Mas é novo aquilo que o Professor Romer está dizendo? Não é a mesma mensagem que a velha tradição (da Universidade Chicago) sempre ensinou?... O artigo do Professor Romer dá respostas similares às minhas: são argumentos em favor de subsidiar o processo de produção de idéias, mas não através da proteção ou de qualquer outra intervenção que promova discricionariedade ou *rent-seeking*. Ele deve concordar que essas conclusões são bem conhecidas e muito gerais para se constituirem num guia alternativo para as políticas de subsídios. (Selowsky, 1993: 100)

---

243 Na sua criação, o governo garante a moderação sindical e salarial, por meio de negociações centralizadas e intermediadas pelo Estado, além das vantagens fiscais usuais. No início da década de 70, empresários do setor têxtil de Hong Kong instalam-se na ZPE, tentando burlar os tetos para suas quotas de exportações para os EUA e a Europa, criando 17.000 empregos entre 1971-78. A economia cresce a 9% anuais, taxas permitidas pelo *boom* mundial dos preços do açúcar, suas exportações tradicionais nesse período. Com a crise do açúcar, entre 1978-82, o crescimento do emprego na ZPE praticamente cessa. Torna-se necessária, em 1983, uma desvalorização para reduzir os salários reais e uma nova rodada de incentivos fiscais para adicionar mais 70.000 empregos até 1988, quando um em cada três trabalhadores estava empregado na ZPE e o pleno emprego é praticamente alcançado nas Ilhas Maurício.

Encontra-se nos evolucionistas uma visão alternativa do desenvolvimento econômico endossada pela visão da Coordenação latino-americana, enfatizando os tópicos reprimidos na teoria ortodoxa - a natureza das organizações que empregam e/ou geram tecnologia; o aprendizado tácito; e o papel das instituições - na explicação dos desempenhos diferenciados das diversas economias. Contribuições recentes dessa escola, formada a partir da contribuição pioneira de Nelson e Winter (1982), encontram-se em Nelson (1993 e 1997); Bell e Pavitt (1993); Freeman (1996) e Dosi, Freeman e Fabiani (1994).

Nelson (1997) afirma que nas "novas" teorias do crescimento o crescimento é determinado, como nas "velhas", pelas quantidades dos insumos (capital, trabalho e terra) e pelos fatores que afetam a produtividade dessa combinação (organização industrial e financeira, sistema legal etc.), vale dizer, as "novas" teorias concentram-se nas fontes imediatas de crescimento, dando poucas pistas sobre os fatores que se encontram por trás destas fontes. No entanto, as pistas podem ser encontradas em várias tentativas anteriores de "teorização apreciativa" (*appreciative theorising*), nas quais as relações causais permanecem mais próximas da evidência empírica.

A contribuição da "teorização apreciativa" a uma moderna teoria do crescimento percebe-se nos seguintes fatos estilizados (Nelson, 1997: 48-53):

- A existência de rápidas economias de aglomeração nos setores que lideram o alto crescimento, realçando sua interdependência.

- O papel crucial desempenhado pelos processos de capacitação das empresas.

- A importância dos conhecimentos tácitos na absorção tecnológica.

- O papel essencial dos investimentos em P&D para gerar capacitação e conhecimento tácito nas empresas.

- O caráter multidisciplinar dos processos de inovação sistêmica, a partir dos processo de fusão e fissão tecnológicas, tão característicos das Tecnologias da Informação.[244]

- A importância das instituições nacionais de P&D e de algumas outras, que afetam o comportamento e a capacitação das empresas (universidades, sistemas financeiros etc.).[245]

---

[244] Para uma discussão da inovação sistêmica no paradigma da microeletrônica, ver Prochnik e Zonenschaim (1995).

[245] Tratam-se dos "sistemas nacionais de inovação", descritos em Nelson (1993).

A contribuição dos evolucionistas, construída com base nesses fatos estilizados, desafia a visão da tecnologia como um bem público internacional, livremente disponível a todos com custo próximo a zero. Pelo contrário, sugerem que as condições para acumular conhecimento ou idéias são altamente localizadas e contingentes, requerendo o desenvolvimento de formas organizacionais particulares pelas empresas, a mais notável sendo a que veio se denominar "empresas transnacionais", responsáveis pela maior parte da transferência internacional de tecnologia.

Nelson (1997) argumenta que a intenção explícita das "novas" teorias do crescimento de se manterem dentro dos rígidos cânones da teoria do equilíbrio geral não lhes permite incorporar os fatos estilizados sugeridos acima, muito menos lidarem com a incerteza típica das atividades tecnológicas, que não conforma um risco calculável. Particularmente, o comportamento das empresas e das instituições não é facilmente formalizável na ótica da maximização do *mainstream*. Outro desafio considerável ao *mainstream* é a ênfase nos aspectos específicos (a contingência histórica) no processo de desenvolvimento econômico dos diversos países, tornando bem mais relativas e difusas as "lições" para os demais, como se mostra no último item deste Capítulo.

5.4 O Financiamento do Desenvolvimento

Subjacente às divergências entre as visões da Coordenação e do Mercado neste item, há uma controvérsia de longa duração entre economistas sobre a conexão entre finanças e desenvolvimento, que ressurge com inusitada força na década de 80. A controvérsia gira em torno da questão se a moeda influencia as variáveis reais e, consequentemente, o ciclo econômico. A revolução dos novos clássicos reafirma o ponto de vista histórico do *mainstream*: a política monetária não tem efeitos reais quando os mercados se equilibram e os agentes são racionais, afetando apenas as magnitudes nominais das variáveis, vale dizer, causando inflação (Sargent e Wallace, 1975).

A teoria neoclássica tradicional não estabelece uma relação entre poupança e desenvolvimento no longo prazo: não confere nenhum papel especial ao investimento e o crescimento é "explicado" pelo progresso técnico e pelo aumento da população economicamente ativa. A poupança eqüivale à oferta de recursos reais disponíveis para os investimentos, vale dizer, a poupança iguala a oferta de fundos emprestáveis (não consumidos) com a demanda por esses fundos (determinada pela taxa de rendimento dos investimentos) nos mercados financeiros. A taxa de juros é o preço da escassez destes fundos. A questão do financiamento do desenvolvimento é a grande ausente nessa tradição.

Adicionalmente, o *mainstream* postula uma escassez de poupança mundial (*global savings shortage*) face à elevada demanda global de capital no auge capitalista no final da década de 80, acentuada pela ampla reestruturação econômica esperada nos antigos países socialistas do Leste Europeu, justificando sua receita de ajuste fiscal (elevar a poupança interna) com liberalização financeira (atrair a poupança externa) para os países em desenvolvimento (UNCTAD, 1991). A evidência histórica em favor dessa receita é dúbia: não é significativo o impacto das liberalizações financeiras na disponibilidade de créditos de longo prazo nos países do Leste Asiático, mas há uma forte evidência da importância do ajuste fiscal para manter a estabilidade macroeconômica nestes países, um ingrediente fundamental para a aceitação de aplicações financeiras de mais longo prazo (Fischer e Reisen, 1993).

Na visão da Coordenação, a reforma dos sistemas financeiros nacionais deve procurar contornar as falhas de mercado que estão na origem das duas deficiências do setor financeiro privado na América Latina: a concentração nas operações de curto prazo e as elevadas taxas de juros reais. No entender dos seus defensores latino-americanos, a liberalização dos mercados financeiros não resolve essas falhas e não canaliza fluxos de poupança externa para investimentos privados produtivos.[246] Na prática, discordam do diagnóstico de "repressão financeira" nos grandes países latino-americanos feito pelos economistas do CW, no qual este conceito denomina os controles estatais sobre as taxas de juros e a seletividade nos fluxos de créditos.[247] Defendem como necessária a intervenção estatal no financiamento do desenvolvimento por meio da seletividade na designação dos créditos e da criação de mecanismos específicos para os créditos de longo prazo, tanto na forma de fundos estatais, na maioria das vezes compulsórios, quanto na forma de bancos nacionais de desenvolvimento.

No final da década de 80, essa tarefa torna-se duplamente difícil na América Latina com a permanência da desordem macroeconômica e as tendências da globalização financeira. Os regimes de alta inflação, descritos a seguir nos Capítulos 6 e 7, tornam a preferência pela liquidez quase absoluta, praticamente eliminando a possibilidade de qualquer intermediação financeira, exceto de títulos públicos em condições muito especiais, quanto mais de financiamentos de longo prazo. Por sua vez, as tendências da globalização financeira fortalecem os mercados de capitais e predominam as finanças

---

[246] Note-se que no final do Capítulo 1 mostra-se que, mesmo nos países desenvolvidos, as expectativas sobre a intensidade da restrição externa influenciam tanto a política econômica quanto o comportamento do setor privado. Neste caso, a suposta superioridade da liberalização financeira como forma de permitir o acesso a fontes mais baratas de financiamento do crescimento pode ser ilusória: o setor privado produtivo torna-se extremamente cauteloso com as conseqüências de um possível descasamento de ativos e passivos multimonetários, notadamente em prazos mais longos, fugindo das imobilizações em capital fixo.

[247] Para uma crítica keynesiana ao diagnóstico, ver Cintra (1994).

"indiretas" ou "de mercado", que não detém a preferência dos economistas da visão da Coordenação. Estes preferem as finanças "diretas", lideradas pelos bancos, para soldar finanças e políticas industriais, solução que é julgada permitir uma maior orientação estatal dos investimentos para alcançar a redução da restrição externa e uma maior taxa de crescimento potencial.[248] Vale dizer, a coordenação, a centralização e a seletividade do Estado no financiamento do desenvolvimento, julgadas cruciais pela visão da Coordenação para assegurar uma direção estratégica no processo de desenvolvimento, não são vistas como compatíveis com as finanças "indiretas" estimuladas pela globalização (o notável impulso do processo de "securitização").

Os economistas que partilham da visão da Coordenação são herdeiros da tradição keynesiana, na qual a capacidade de criar moeda (poder de gasto) determina a quantidade de recursos disponíveis para os investimentos, independente da poupança real. As decisões de investimento dependem do financiamento de curto prazo dos bancos (*finance*) ou do autofinanciamento das empresas, e não da oferta de poupança prévia. A intermediação financeira de longo prazo nos mercados de capitais (*funding*) assegura que a poupança criada pelos novos investimentos seja canalizada, pela oferta de instrumentos financeiros de longo prazo, para as firmas que se endividaram no curto prazo (*finance*) nos bancos. A preferência pela liquidez dos controladores das carteiras privadas, em especial dos bancos, determina as taxas de juros de curto e longo prazos. Neste caso, os mercados financeiros tendem a exacerbar os ciclos econômicos (Dow, 1986).

Mais especificamente, a expansão dos investimentos, numa perspectiva keynesiana, depende das expectativas empresariais sobre o setor real (especialmente do estado da demanda, que determina em boa medida a acumulação de fundos próprios); da existência de financiamento adequado (inclusive fundos próprios); e da existência de divisas para importar os bens de capital, os bens intermediários e os serviços dos fatores. Este terceiro condicionante assume a forma de uma restrição externa dominante na América Latina na década de 80 e as preferências de "finanças diretas" dos economistas keynesianos regionais refletem também sua percepção de que a conjuntura financeira internacional para os países em desenvolvimento deve continuar inalterada nos próximos anos e estes países devem participar da globalização financeira de maneira limitada: 1) o custo do financiamento internacional permanece muito mais elevado e variável; 2) a própria disponibilidade de financiamento internacional continua drasticamente reduzida; 3) não há recuperação da perda substancial nos termos de troca entre 1979-86.

---

248 A experiência da Coréia do Sul, que influencia decisivamente essas preferências, encontra-se em Amsden e Euh (1990) e Canuto (1994b).

A preferência por "finanças diretas" choca-se com uma evidência empírica desfavorável: os países com sistemas financeiros baseados no crédito bancário e forte orientação estatal na alocação do crédito são obrigados, na década de 80, a desmontar tais sistemas, rápida ou ordenadamente, segundo os caso nacionais específicos, demonstrando a força das tendências globais (Loriaux *et al.*, 1997).[249] As duas principais hipóteses concorrentes que explicam a tendência à liberalização desses sistemas financeiros "reprimidos" correspondem exatamente àquela sustentada pela visão do Mercado, o resultado de uma maior pressão dos mercados para elevar em curto prazo a eficiência na designação dos recursos por causa da maior intensidade da concorrência internacional, e àquela oferecida pela visão da Coordenação, o resultado de novas pressões estruturais no sistema financeiro internacional ocasionadas por mudanças nas políticas econômicas do G-7 (particularmente dos EUA) nas décadas de 70 e 80.[250]

Para os herdeiros da tradição keynesiana, os fluxos de capitais desregulados são uma fonte de instabilidade potencial: a especulação torna instáveis as taxas de câmbio e as taxas de juros, e esta instabilidade acaba por provocar efeitos reais negativos sobre os fluxos de comércio. Essa percepção é plenamente confirmada pelas experiências anteriores de liberalização financeira na América Latina: oito experiências (Argentina, Chile, Uruguai, Colômbia, Costa Rica, Bolívia, Peru e Venezuela) terminam em sérias crises de solvência dos sistemas financeiros nacionais e apresentam dois fatores em comum (Held, 1994): 1) a presença de severas falhas na regulação e supervisão prudenciais; 2) o desenvolvimento de ambientes macroeconômicos que acentuam os riscos sistêmicos.

A experiência anterior e a conjuntura financeira internacional convencem os economistas latino-americanos da visão da Coordenação que uma maior abertura para se integrar à globalização financeira favorece mais a fuga dos capitais internos do que o aporte de capitais externos. Este ponto de vista é reforçado por influentes análises que apontam que a liberalização, a integração, a desregulação e as inovações financeiras, próprias da globalização financeira, criam novos ativos financeiros sem elevar substancialmente a formação bruta de capital. A principal atividade dos mercados financeiros desvia-se do financiamento da produção para a cobertura dos riscos (câmbio e juros) e para a especulação. Desta forma, criam-se pressões sobre a formação

---

249 Mais precisamente, na globalização financeira os países com "finanças diretas" estão promovendo os mercados de capitais e os países anglo-saxãos estão se encaminhando para permitirem "bancos universais" (UNCTAD, 1991).

250 Ver a exploração dessas hipóteses nos processos de liberalização dos mercados financeiros nacionais da França, Japão e Coréia do Sul em Loriaux *et al.* (1997). Entre nós, Tavares (1985) descreve pioneiramente as pressões estruturais pró-liberalização no sistema financeiro internacional, decorrentes do exercício de poder monetário pelos EUA na década de 80. Ver também Strange (1986).

das taxas de juros não relacionadas às decisões de poupar e investir. Por sua vez, taxas de juros mais voláteis aumentam a preferência pela liquidez e encurtam os horizontes das aplicações nos mercados de capitais (UNCTAD, 1991).

A crescente integração internacional dos mercados financeiros torna os mercados nacionais monetários e de capitais altamente vulneráveis às condições nos mercados cambiais. A abertura financeira torna os países em desenvolvimento mais dependentes da conjuntura financeira internacional, reduz a autonomia das suas políticas econômicas nacionais, aumenta os riscos de "bolhas especulativas" nos seus mercados internos e lega profundas crises financeiras por ocasião do estouro destas "bolhas", que pode se dar por meio do "contágio" de choques externos (UNCTAD, 1990).

Em particular, a abertura financeira dos paises em desenvolvimento tende a ser liderada por capitais de curto prazo, procurando fortes ganhos na arbitragem entre os mercados nacional e internacional ou especulando com ativos nacionais julgados desvalorizados, especialmente ações e imóveis. O aumento dos fluxos de capitais ganha crescente autonomia das decisões de investimentos reais que, por sua vez, são intensamente afetadas pela cotação da taxa de câmbio, pelo nível da taxa de juros e pelos preços dos ativos nacionais, todos agora associados aos processo de arbitragem e especulação (UNCTAD, 1990).

Nessas condições, o grau de autonomia nacional para determinar a política econômica em função de objetivos domésticos de produção, emprego e inflação, notadamente a formação da taxa de câmbio e da taxa de juros, torna-se muito limitado. As taxas de câmbio passam a ser determinadas por eventos na conta capital, tendendo a se valorizar, podendo gerar desequilíbrios significativos em conta corrente que, em determinadas conjunturas, devem ser rapidamente revertidos. As interações entre mercados financeiros e mercados cambiais podem levar a uma forte instabilidade macroeconômica: a política monetária troca de objetivos com certa freqüência e a tentativa de estabilizar um determinado mercado pode "contaminar" os demais. Na ausência de adequada cooperação internacional, os países em desenvolvimento estão sujeitos a ciclos que assumem um padrão *boom-and-bust*, com efeitos setoriais prejudiciais à aquisição de maior competitividade internacional, e o *mix* de política econômica em geral apresenta um forte viés deflacionário (UNCTAD, 1990; Akyüz, 1993).

Essa visão alternativa privilegia a eficiência com que os mercados financeiros financiam os planos de expansão das empresas. Um mercado eficiente deve minimizar o prêmio da liquidez e as decisões equivocadas de investimento. A eficiência deve ser analisada em duas etapas: a eficiência dos bancos em ofertar créditos de curto prazo, medida pelo custo dos empréstimos, que depende da política monetária, da natureza de associação dos bancos com as

empresas não-financeiras e da preferência pela liquidez dos próprios bancos; e a eficiência dos mercados de capitais, que depende dos custos deste financiamento e da estrutura de propriedade (familiares, filiais de TNCs, abertas, estatais) das empresas locais (UNCTAD, 1991).

Quanto á disciplina imposta pelos mercados financeiros, verifica-se que os novos investidores institucionais, os fundos de pensão e os fundos mútuos de investimentos, são pressionados para maximizar resultados de curto prazo, exercendo uma menor disciplina de longo prazo sobre os devedores do que um sistema com finanças baseadas em bancos (*bank-based financial system*), uma vez que as mudanças de curto prazo nos preços dos ativos se tornam mais importantes para esses novos investidores institucionais do que considerações de longo prazo sobre a rentabilidade das empresas (UNCTAD, 1991).[251]

Além disso, a miopia dos mercados de capitais prejudica os termos e encurta o tempo em que deve se processar o processo de aprendizado intrínseco à instalação de novos setores e à conquista de mercados internacionais, efetuando o necessário *upgrading* da inserção internacional dos países em desenvolvimento (Akyüz, 1993; Canuto, 1994a).

Em resumo, a visão da Coordenação postula que a maior eficiência na designação dos recursos, que a visão do Mercado julga ser atendida pelos processos contemporâneos de liberalização e desregulação financeira, está associada a uma visão estática com mercados concorrenciais, em que não só a suposta igualação das taxas de rendimento privada e social, mas a própria avaliação dos riscos privados e públicos, desconsidera as externalidades do investimento no processo de desenvolvimento econômico. Torna-se necessário estabelecer "finanças industrializantes", que assegurem um custo baixo para os investimentos (se necessário, por meio de subsídios), seletividade (dada pela estratégia industrial) e maior disciplina.[252] Esta última, implementada pela exigência do cumprimento de metas de desempenho em termos de penetração dos mercados externos, associadas à política industrial, é a grande lição dos países do Leste Asiático aos da América Latina. O pessimismo sobre as conseqüências da globalização financeira recomenda um relativo insulamento dos sistemas financeiros nacionais e a intermediação dos capitais internacionais oficiais e privados pelos governos, que, juntamente com a estabilidade macroeconômica, constituem as condições necessárias das "finanças industrializantes". Qualquer tentativa de maior abertura financeira

---

251 A maior disciplina exercida pelos bancos refere-se particularmente àquela exercida pelos bancos alemães e japoneses (UNCTAD, 1991).

252 "Finanças industrializantes" são definidas como: A sinergia orgânica e dinâmica, entre os sistemas financeiro e industrial. Significa tornar compatíveis duas dimensões inseparáveis da riqueza capitalista: a que decorre do lucro oriundo das imobilizações do capital produtivo e a que se realiza pela capitalização financeira, materializada nos ganhos dos diversos agentes econômicos, baseados em ativos financeiros que possibilitam liquidez e mobilidade de capital. (IEDI, 1992a: 1)

deve ser gradual, feita sob condições macroeconômicas iniciais favoráveis e cuidadosamente regulada pelas autoridades econômicas para evitar que seu legado seja uma formidável acumulação de dívida externa, impagável nos termos e condições em que foi contratada (UNCTAD, 1991; Akyüz e Dotte, 1991).

5.5 As Lições da Experiência Asiática

Uma das características mais notáveis da globalização é o surgimento de "novos rivais" das empresas dos países desenvolvidos ocidentais, sediados no Leste Asiático. Além disso, o Leste Asiático torna-se a região mais dinâmica da economia global nos últimos 20 anos. Desencadeia-se um amplo e inacabado debate sobre as lições que a experiência dos países em desenvolvimento da região fornecem aos demais e se estas lições podem ser facilmente replicadas pelos demais.

Na década de 90, decepcionado com as conclusões atingidas em World Bank (1993), o governo do Japão financia outro grande projeto sobre as experiências do Leste Asiático na UNCTAD.[253] Uma síntese das principais conclusões deste projeto pode ser encontrada em UNCTAD (1996a), um excelente e atualizado sumário da análise dos economistas da visão da Coordenação sobre a experiência desses países.[254] O objetivo perseguido neste item é apenas destacar duas lições da experiência do Leste Asiático, segundo essa visão, que exercem maior influência no debate latino-americano e brasileiro sobre a natureza das reformas estruturais nos Capítulos a seguir: a natureza do *outward-oriented growth* regional e a necessidade de projetos nacionais de desenvolvimento econômico que exigem, para sua consecução, políticas estratégicas.

A primeira lição refere-se à especificidade do *outward-oriented growth* regional que permite que as economias do Leste Asiático alcancem elevadas taxas de crescimento e crescente competitividade internacional (medida pela participação no comércio internacional) num ambiente regional marcado por fluxos crescentes de IDE e de comércio, especialmente nas indústrias de alta tecnologia. A visão da Coordenação, cujas idéias básicas sobre os regimes de comércio exterior, IDE e aprendizado tecnológico encontram-se expostas nos itens anteriores deste Capítulo, sublinha que há um modelo regional específico de integração econômica, cuja evolução é determinada parcialmente por fatores macroeconômicos (uma conjuntura econômica-financeira) e pelas políticas

---

253 Ver Capítulo 5 para o conflito entre o Japão e o BM. O projeto na UNCTAD intitula-se *East Asian Development: Lessons for a New Global Environment.*

254 No Brasil, Canuto (1994b) analisa a experiência da Coréia do Sul sob a ótica da visão da Coordenação.

públicas dos governos desses países, e parcialmente pelas estratégias microeconômicas das TNCs e demais empresas que atuam no espaço regional.

O ponto de partida costuma ser problematizar o *Flying Geese Paradigm*, originalmente uma visão ideológica do papel regional, supostamente benéfico, do Japão.[255] Resumidamente, esse paradigma explica a divisão regional do trabalho como resultado de uma hierarquia dinâmica que governa as decisões de localização dos diferentes setores da indústria manufatureira: os setores mais tradicionais (mais intensivos em trabalho e menos intensivos em escala e P&D) são gradualmente transferidos do Japão (o ganso líder) para os demais países da região quando perdem competitividade internacional, desencadeando um processo de reciclagem regional das vantagens comparativas. A hierarquia regional das localizações industriais segundo o valor adicionado compõe-se então do Japão, seguido dos quatro NICs pioneiros (Cingapura, Coréia do Sul, Hong Kong e Taiwan), que são os primeiros a receber os setores industriais reciclados e que, por sua vez, são sucedidos por uma segunda geração, formada por três NICs do Sudeste Asiático (Indonésia, Malásia e Tailândia). Estes, por sua vez, seriam sucedidos por outros países do Sudeste e Sul da Ásia (Filipinas, Vietnã etc.).

Nesse processo, o IDE e o comércio regionais tornam-se os veículos por excelência da reciclagem das vantagens comparativas. É suposto implicitamente que os países mais avançados na hierarquia regional tenham contínuo sucesso no *upgrading* das suas estruturas industriais para produzir bens com maior valor agregado (diferenciados e/ou mais intensivos em P&D). Dessa maneira, não se verifica um *trade-off* agudo entre investimentos domésticos e IDE nesses países. Porém, o modelo não consegue enfrentar algumas questões regionais cruciais. A inclusão dos países-continentes, China e Índia, torna a hierarquia regional muito mais complexa e o modelo perde sua simplicidade, seu principal atrativo. Além disso, o espaço regional também é disputado pelas TNCs americanas e européias, cujo papel é ignorado no modelo.

De qualquer maneira, um das contribuições desse modelo é indicar que as perdas e ganhos de competitividade internacional dos diversos países na região estão parcialmente associados a fatores macroeconômicos de médio prazo: as valorizações e as desvalorizações das principais moedas no espaço regional (dólar e iene); o encarecimento da mão-de-obra dos países mais avançados na região; as restrições às exportações impostas pelo protecionismo dos países desenvolvidos ocidentais (que incentiva a "triangulação" da produção regional) e os impactos dos demais projetos geoeconômicos dos membros da Tríade na região. Dependem, especificamente, em boa medida das políticas econômicas e das políticas públicas do Japão, notadamente das relativas ao financiamento

255 O paradigma encontra-se discutido em Korhonen (1994) e UNCTAD (1995).

regional, que efetivamente desenvolve na região, desde 1985, o maior programa de ajuda bilateral do mundo, ligando-o ao processo de internacionalização de suas empresas. Em outras palavras, há uma conjuntura econômica-financeira que determina as possibilidades das políticas públicas nacionais e das estratégias empresariais privadas na região.

Uma das vertentes da visão da Coordenação postula que boa parte do sucesso regional deve-se que ao fato do Japão ser o padrão para as políticas públicas regionais e para as estratégias empresariais. A liderança tecnológica global das empresas japonesas, configurada no toyotismo,[256] é difundida para os demais países da região na década de 80, por meio do IDE e *sourcing*, e o processo de aprendizado local é intenso pela aceleração da velocidade desta transferência após 1985 (a fase do "iene forte"), pela preferência das empresas japonesas por participações minoritárias no controle das plantas locais, por contratos de longo prazo na subcontratação das empresas locais e pela transferência de tecnologia manufatureira de padrão mundial (nos bens de produção e nas técnicas gerenciais). O Japão utiliza os países vizinhos como plataforma de exportação para os mercados dos EUA e da Europa e, crescentemente, para seu próprio mercado interno, transferindo a última geração dessas tecnologias. Enfim, a presença do Japão como origem de boa parcela do IDE regional, a forma deste IDE (mais aberto a participações minoritárias e a outras associações), o financiamento japonês do desenvolvimento regional, sua preferência pela rápida expulsão de vários setores na maturidade industrial, e a transferência de tecnologias atualizadas no processo de internacionalização acelerada das empresas japonesas ajudam a explicar o maior aprendizado, o *upgrading* e a maior competitividade internacional das empresas locais dos países em desenvolvimento da região na nova ordem industrial surgida na globalização (Mortimore, 1993; Freeman, 1996).

Essa interpretação tem sido recentemente desafiada por outra vertente, que contesta o papel central dado ao Japão nessa interpretação e coloca ênfase muito maior nas estratégias das TNCs americanas na região, nas políticas nacionais de atração do IDE e na formação de redes regionais de produção sobrepostas, inclusive as com origem nos NICs pioneiros, destacando-se as coreanas e as lideradas por capitais chineses ultramarinos (Borrus, 1997; Borrus e Zysman, 1997; Zysman, Doherty e Schwartz, 1997).

Segundo essa outra interpretação, no final da década de 70, a indústria de bens de consumo eletrônicos dos EUA havia se tornado completamente dependente da oferta japonesa em inúmeros componentes essenciais. A perda desta demanda de alto volume e muito dinâmica pelo complexo de tecnologias da informação americano ameaça a permanência das suas empresas na liderança de outros segmentos deste complexo (especificamente, em

[256] Para o toyotismo, ver Cusumano (1989).

computadores e telecomunicações), uma vez que sua "arquitetura da oferta" (a estrutura dos mercados, bem como as interações organizadas no desenvolvimento e na transferência das tecnologias) está sendo rapidamente controlada pelos rivais japoneses. Intervenções estratégicas oportunas do governo americano no complexo nacional de tecnologias da informação (desmembramento da ATT-ITT e diversas outras medidas protecionistas e de promoção industrial) permitem que as empresas americanas implementem novas estratégias competitivas e fomentem uma "arquitetura da oferta" mais aberta e competitiva para evadir-se da dependência da oferta japonesa. O componente crucial dessas novas estratégias é o estabelecimento de uma rede regional de produção flexível no Leste Asiático, em particular em Cingapura e Taiwan, onde predominam as empresas dos capitais chineses ultramarinos. Note-se que desde o início desse processo as filiais americanas estão integradas em redes transnacionais que têm como objetivo atender aos mercados globais e o *upgrading* dos investimentos locais acompanha a velocidade das transformações nesses mercados e não da demanda dos mercados locais (Borrus, 1997; Borrus e Zysman, 1997).

Essas redes transnacionais de produção das empresas americanas estão associadas a uma nova modalidade de concorrência dessas empresas no complexo das tecnologias de informação, denominada *Wintelism* (em homenagem à predominância do Microsoft Windows e dos microprocessadores da Intel no mercado de PCs), que implica o gradual abandono da montagem final e do controle vertical do mercado pelas empresas montadoras (a estratégia tradicional da IBM, notadamente) para concentrar suas *core competencies* no desenvolvimento de padrões de mercado dos produtos do complexo, especialmente nas interfaces que permitem tanto a utilização ótima do sistema operacional ou do *hardware* dos computadores, quanto sua fusão com telecomunicações e com serviços, em especial com a indústria do lazer. No *Wintelism* o poder de mercado (associado ao padrão vencedor) pode se situar em qualquer lugar da cadeia produtiva, inclusive na arquitetura dos produtos (o PC, o produto-símbolo do complexo, tem a sua arquitetura aberta por uma decisão estratégica da IBM), nos componentes (Intel), no *software* (Microsoft) e nas telecomunicações (Cisco), sendo os padrões disseminados amplamente aos demais participantes do mercado por meio do licenciamento da propriedade intelectual. Essa nova estratégia de concorrência é ao mesmo tempo resultado do grande dinamismo das inovações nesse complexo, que dificulta a propriedade e o controle de todas as tecnologias relevantes por uma única empresa, e das insistentes demandas por uma maior compatibilidade dos sistemas dos principais usuários (Borrus e Zysman, 1997).

Como resultado da concentração das matrizes americanas do complexo nas suas *core competencies*, as filiais no Leste Asiático (localizadas preferencialmente em Cingapura e Taiwan) ganham crescente autonomia e mandados globais nas tarefas manufatureiras em produtos cada vez mais

sofisticados, aumentando sua dependência de produtores locais, protegidos e incentivados a promover um constante *upgrading* pelos respectivos governos, numa série de componentes, processos manufatureiros e, mais recentemente, de toda a manufatura do produto. Nesse processo, aumenta rapidamente a capacitação manufatureira e tecnológica dos produtores locais e as externalidades são crescentes. A rede de produção regional estabelecida pelas TNCs americanas no Leste Asiático é verticalmente controlada (pelas TNCs), mas aberta, isto é, novos membros são facilmente admitidos ou antigos membros desligados, conferindo notável flexibilidade e rapidez na mudança da configuração da rede face a diferentes condições dos mercados de produtos e fatores de produção. Em contraposição, a rede de produção regional estabelecida pelas TNCs japonesas também é vertical, mas fechada, implicando uma transferência de tecnologia menos dinâmica num setor marcado pela rapidez das inovações (Borrus, 1997; Borrus e Zysman, 1997).

Como efeito colateral, nesse complexo (particularmente em PCs e seus periféricos) estabelece-se uma nova rede regional de empresas controladas por capitalistas chineses ultramarinos (com negócios em Cingapura e Taiwan), dotadas de extrema flexibilidade pela informalidade de suas conexões, que passa a concorrer com as redes regionais rivais das empresas japonesas e coreanas, mais concentradas na eletrônica de consumo, diversificando notavelmente a "arquitetura da oferta" regional e reduzindo a dependência das empresas americanas de suas rivais japonesas. As diferentes redes regionais concorrem em custos, qualidade e pronta entrega, podendo agregar, em certos casos, significativo valor adicionado para as empresas líderes. Em particular, as redes regionais controladas por chineses ultramarinos e pelas empresas coreanas procuram manter e aumentar suas vantagens competitivas pelo deslocamento (por meio de IDE e de associações múltiplas com produtores locais) de plantas e processos intensivos em trabalho para os NICs de segunda geração e, crescentemente, para a própria China (Borrus, 1997).

As questões-chave suscitadas pela experiência acima do Leste Asiático são duas:

- As redes de produção regionais heterogêneas parecem ser uma tendência em outros setores industriais?

- O sucesso da experiência regional no estabelecimento de redes de produção pode ser transposta para outras regiões?

Quanto à primeira, Borrus e Zysman (1997) apontam que a tremenda influência da microeletrônica digital na indústria manufatureira está transformando os produtos e processos num grande número de setores, tornando a dupla *Wintelism*-redes transnacionais de produção (a concentração do valor adicionado nos componentes ou serviços mais intensivos em

tecnologias da informação) numa possível estratégia competitiva em vários outros, inclusive provavelmente em automóveis, o berço do toyotismo. Isto implica crescentes oportunidades de transferência de processos manufatureiros sofisticados para certos países em desenvolvimento, permitindo-lhes escapar da indústria *maquiladora*.

Quanto à segunda, depende da dinâmica e da institucionalização dos diversos processos de integração regionais. A qualidade da inserção das empresas dos países em desenvolvimento nas redes de produção regionais depende da amplitude destas redes, particularmente se as filiais locais possuem mandados para os mercados globais nas estratégias das TNCs. Outro fator decisivo é que os efeitos positivos do IDE dependem diretamente do grau de concorrência no mercado local/regional e da capacidade das empresas locais absorverem rapidamente novas tecnologias. De qualquer maneira, essas redes regionais são intensivas em infra-estrutura de transportes e comunicações e exigem capacitação empresarial local, ambas dependentes da qualidade das políticas públicas. Zysman, Doherty e Schwartz (1997) advertem que há dificuldades (a própria concorrência com o Leste Asiático sendo uma das principais) que justificam um certo pessimismo sobre prováveis impactos estruturais positivos na proliferação dessas redes de produção em outras regiões do mundo em desenvolvimento, por exemplo, no Leste Europeu.

Para encerrar a primeira lição, destacam-se inicialmente os seguintes pontos sobre a especificidade do *outward-oriented growth* no Leste Asiático:

- Os fatores macroeconômicos criados por decisões de política econômica na Tríade (especialmente as forte variações entre as principais taxas de câmbio, o custo da mão-de-obra, o protecionismo e as condições de financiamento do desenvolvimento) são parte importante das decisões de localização na Periferia capitalista.

- Esses fatores macroeconômicos em conjunto com as políticas públicas dos países em desenvolvimento (particularmente em infra-estrutura e capacitação empresarial) determinam um entorno de restrições e oportunidades para o estabelecimento de uma rede de produção regional.

- Na atração do IDE, o setor industrial e a origem da empresa configuram um determinado perfil da rede regional, uma vez que persistem as preferências nacionais (isto é, pelo país de origem) na localização de determinadas funções de maior valor agregado nas redes das TNCs. Direcionar boa parte da produção local para a rede global pode garantir a atualização freqüente dos produtos e processos. As redes regionais mais dinâmicas permitem a integração e o *upgrading* da produção local, um resultado para o qual tanto devem colaborar as forças de mercado quanto as políticas públicas.

- As redes de produção regionais são intensivas em infra-estrutura de transportes e comunicações, usualmente dependentes das políticas públicas.

- Os países continentais, como o Brasil, têm no tamanho do mercado interno um atrativo diferenciado para a localização das redes que deve ser explorado. Todos os países em desenvolvimento devem evitar uma dependência excessiva da indústria *maquiladora*. Há fortes evidências de que as exportações de produtos manufaturados intensivos em mão-de-obra e recursos naturais (as *commodities* industriais) enfrentam preços relativos cadentes nos mercados internacionais nos últimos 25 anos.[257] No entanto, os países em desenvolvimento podem se beneficiar de um regionalismo aberto, que promova o crescimento do comércio baseado numa divisão regional do trabalho dinâmica.[258]

Deve-se salientar que vários aspectos negativos de uma estratégia intensiva em IDE no *outward-oriented growth* da segunda geração de NICs são bem conhecidos. Esta estratégia tende a criar determinados problemas estruturais muito visíveis nas economias do Sudeste Asiático e também no México (Kitamura e Tanaka, 1997; Fujii e Loría, 1996):

- As *high exchange economies*, aquelas nas quais o crescimento das exportações de manufaturados é correspondido por um aumento proporcional das importações de insumos e bens de capital, tendem a não desenvolver uma indústria doméstica para suprir estes bens e a aumentar a dependência dessas importações no médio prazo. O aumento da propensão a importar é muito intenso no curto prazo (pode se multiplicar por três ou mais em poucos anos, como comprovam os exemplos recentes do México e da Turquia).[259] Além disso, a balança de invisíveis (remessas de lucros e dividendos; royalties etc.) tende a se tornar fortemente deficitária, constituindo-se numa explicação suplementar da deterioração da conta corrente no médio prazo. Uma vez verificada esta deterioração, a sustentabilidade do processo de abertura pode ser ameaçado por uma redução do próprio IDE, atingida determinada capacidade produtiva regional, ou por choques externos negativos.

---

257 Ver UNCTAD (1996a).

258 Uma defesa do regionalismo aberto encontra-se em CEPAL (1994).

259 Na China, as operações de comércio exterior associadas ao IDE, seja na forma de filiais ou de *joint ventures*, são deficitárias nos últimos anos. O superávit comercial chinês explica-se pelas transações internacionais das empresas estatais e de propriedade coletiva. Para reverter essa situação, as autoridades chinesas estão promovendo a reestruturação e o *upgrading* simultâneos de toda a estrutura industrial (Kitamura e Tanaka, 1997).

- O crescimento exportador cria problemas de acesso nos mercados dos países desenvolvidos e provoca demandas crescentes de protecionismo e reciprocidade destes países. Sem um mercado regional dinâmico, que absorva boa parte das exportações, as pressões políticas externas tornam-se insuportáveis.

- As empresas nacionais sem articulação com as TNCs e sem acesso ao mercado internacional, especialmente o importante grupo de PMEs, essenciais na resolução do problema estrutural do desemprego, podem ficar excluídas das redes dinâmicas. A heterogeneidade do tecido industrial eleva-se, levando boa parte das PMEs para a informalidade. O processo de desnacionalização e o fechamento de empresas nacionais pode ser intenso. A desintegração ou a desarticulação do sistema produtivo nacional impede a formação de um círculo virtuoso *a la* Verdoorn e o *upgrading* sistêmico da indústria, tornando crônicos os problemas de conta corrente. A estratégia pode resultar numa trajetória de baixo crescimento econômico, ditada pela restrição externa que se pretendia superar, como demonstra o México entre 1988-94.

- Permanece reduzida a capacidade do desenvolvimento tecnológico autônomo regional e mantém-se ou ampliam-se os hiatos tecnológicos, medidos por níveis de P&D por trabalhador ou empresa.

Esse último ponto permite uma última, mas não menos importante observação sobre o sucesso do *outward-oriented growth* no Leste Asiático. A hipótese implícita subjacente à defesa de uma estratégia intensiva em IDE pela visão do Mercado, que as *best practices* se disseminam rápida e livremente entre países, não pode mais ser aceita, por implicar uma separação injustificada dos conceitos de inovação e difusão tecnológica (Bell e Pavitt, 1993). A acumulação tecnológica nos países em desenvolvimento depende inequivocamente da aquisição de tecnologia estrangeira, mas também das externalidades criadas pelas políticas públicas: os investimentos locais em infra-estrutura, capital humano e P&D, e as redes de instituições de apoio e fomento. Depende ainda do contínuo crescimento da demanda, interna e externa, sendo, portanto, incompatível com trajetórias de baixo crescimento ou com protecionismo agressivo nos países desenvolvidos. Mas depende fundamentalmente do desempenho das firmas locais nos processos internos de inovação e imitação, um ponto geralmente ausente das considerações da visão do Mercado, a não ser pela constatação óbvia de que são processos que demandam um longo prazo. Essa ausência costuma ser compensada pela exaltação das virtudes da maior concorrência e do IDE. Infelizmente, a abundante evidência empírica disponível mostra que o processo de aquisição de tecnologia nos setores mais intensivos em tecnologia e escala, tanto nos países desenvolvidos quanto nos exemplos bem-sucedidos da Coréia do Sul e Taiwan, não se deve principalmente à atração do IDE, mas aos processos de *reverse engineering* e

de P&D imitativo pelas empresas nacionais (Bell e Pavitt, 1993). Em resumo, a visão da Coordenação destaca que as estratégias das empresas jogam um papel central no aprendizado tecnológico, apesar da importância das condições macroeconômicas, e os padrões nacionais de acumulação tecnológica devem seu dinamismo às estratégias e ao desempenho das empresas nacionais (Dosi, Freman e Fabiani, 1994).

A segunda lição refere-se à existência de um projeto nacional de desenvolvimento econômico para orientar as intervenções estatais estratégicas que asseguram o estabelecimento e a manutenção de um círculo virtuoso de maiores investimentos, exportações crescentes e rápido crescimento econômico. Conforme visto no Capítulo 5, a visão do Mercado postula que as intervenções estatais nos países em desenvolvimento da região (especialmente nos quatro NICs pioneiros) são marcadas pela ortodoxia fiscal nas políticas macroeconômicas de estabilização e caracterizam-se também por serem limitadas, liberalizantes (promovem as exportações e o IDE) e pró-mercados nas demais políticas públicas, exceto as elogiadíssimas políticas direcionadas à educação e infra-estrutura. Nos últimos 15 anos, essa visão evolui relutantemente para a admissão que certas políticas públicas podem ter promovido uma bem-sucedida concorrência restringente no setor privado por recursos públicos subsidiados, monitorada e sujeita a critérios claros de recompensa–punição, que resulta no *upgrading* das estruturas industriais de vários países da região.[260] No entanto, a visão do Mercado nega qualquer mérito maior às políticas seletivas setoriais ou aos projetos nacionais de desenvolvimento.

A visão da Coordenação interpreta que a ampla intervenção estatal documentada nos países em desenvolvimento da região, em especial na Coréia do Sul e Taiwan, reflete projetos nacionais de desenvolvimento, criando efeitos de encadeamento (*linkage effects*) e instituições que desencadeiam mudanças estruturais qualitativas consideráveis e manifestando uma maior eficácia no longo prazo (Amsdem, 1989 e Wade, 1990). Essa maior eficácia percebe-se na bem-sucedida transição de economias exportadoras de manufaturados intensivos em trabalho (têxteis e vestuário) na década de 60 para exportadoras de manufaturados na decisiva categoria de "maquinaria e material de transporte" na década de 80,[261] especialmente em alguns dinâmicos subsetores da globalização produtiva: automóveis, máquinas eletrônicas de escritório e equipamentos de telecomunicações, demonstrando a sua inserção nos

---

260 Para a versão anterior da visão do Mercado, ver Balassa (1982); para a mais recente, ver World Bank (1993). Ver também Capítulo 5.

261 A categoria "maquinaria e material de transporte" corresponde à SITC 7 na classificação adotada pelo GATT. Todos os quatro NICs pioneiros encontram-se entre os 15 principais países exportadores nesta categoria em 1989 (Freeman, 1996).

produtos da Terceira Revolução Industrial, notadamente das Tecnologias da Informação (Freeman, 1996; UNCTAD, 1996a).[262]

Em outras palavras, a visão da Coordenação associa as elevadas taxas de crescimento regionais às substanciais mudanças estruturais na composição da produção, dos investimentos e das exportações. Em particular, associa o excepcional desempenho econômico regional dos últimos 15 anos à nova inserção internacional desses países como exportadores dos produtos do complexo das tecnologias da informação (TI), os mais dinâmicos do comércio internacional do período.[263] Adicionalmente, note-se que os produtos "tradicionais" da região (brinquedos, vestuário e calçados) também estão entre os 20 produtos mais dinâmicos do comércio internacional entre 1963-90, caracterizando uma inserção "tradicional" relativamente dinâmica (isto é, com elevada elasticidade-renda nos países da OCDE), diferenciando esses países dos seus congêneres na América Latina, cuja inserção internacional caracteriza-se pelo baixo dinamismo das exportações "tradicionais" (intensivas em energia e outros recursos naturais) (UNCTAD, 1996a).[264] Como o aprendizado na produção e na comercialização internacional dos produtos da TI é muito mais complexo do que para os produtos manufaturados "tradicionais", essa transição não se explica sem a manutenção de políticas públicas ativas, associadas a um projeto nacional de desenvolvimento, fomentando o amplo e longo aprendizado, social e privado, necessário para incorporar uma nova Revolução Industrial.

Para elaborar melhor este ponto e diferenciar o desenvolvimento econômico do Leste Asiático do ocorrido na América Latina, pode-se recorrer novamente aos evolucionistas. Dosi, Freeman e Fabiani (1994) afirmam que os economistas do *mainstream* incorporam apenas parcialmente os elementos gerais das transformações estruturais associadas ao desenvolvimento econômico, como as registradas no Leste Asiático, mas nenhuma da ação descrita pelos historiadores. O processo de desenvolvimento econômico é invariante na visão do Mercado: a função produção aloca os recursos segundo critérios bem definidos e ótimos. Propõem, alternativamente, examinar o desenvolvimento econômico como um processo multifacetado, o que requer a análise das condições que permitem sua "decolagem" e sustentação. Destacam, nas trajetórias nacionais de desenvolvimento econômico, a importância das

---

262 As mercadorias típicas dos setores das Tecnologias de Informação estão entre as mais dinâmicas no comércio internacional nos últimos 15 anos. Ver UNCTAD (1996a).

263 Nos quatro NICs pioneiros, a participação dos produtos desses produtos nas exportações totais (exceto petróleo) em 1994 variava de pouco mais de 10% (Coréia do Sul e Hong-Kong) a 38% (Cingapura). Nos três NICs de segunda geração, variava de 3,5% (Indonésia) a 24% (Malásia).

264 Em 1990, 82% das exportações da Coréia do Sul, mas apenas 35,5% das exportações do Brasil pertencem aos setores denominados "altamente dinâmicos" do comércio internacional (UNCTAD, 1996a).

mudanças tecnológicas (a geração e a difusão do progresso técnico), das características e dos comportamentos empresariais (a estrutura de incentivos; a organização interna; a capacitação e as estratégias das empresas); e das instituições, concebidas como redes mais amplas de relações sociais e políticas que sinalizam restrições e incentivos para as decisões microeconômicas.

Dosi, Freeman e Fabiani (1994) indicam três temas relevantes para os macroeconomistas na agenda dos estudos sobre a divergência no processo de desenvolvimento econômico entre os países do Leste Asiático e da América Latina na década de 80. O primeiro, já destacado acima, é a interdependência dinâmica do progresso técnico com o desempenho nacional em crescimento e comércio internacional (a pauta de exportações e importações), destacando-se o fato de que diferentes setores ou produtos de exportação estão associados com distintas oportunidades para inovação e crescimento dinâmico da demanda, interna e externa, conforme suas elasticidades-renda respectivas. Vale dizer, os padrões nacionais de especialização produtiva e tecnológica (há padrões nacionais de inovação apesar da difusão internacional de tecnologias) têm efeitos retroalimentadores que determinam o dinamismo de longo prazo da economia.

A importância de um projeto nacional de industrialização ilustra-se pela crescente participação das exportações de manufaturados no comércio internacional (70% das exportações mundiais em 1990), que se reflete no maior dinamismo da inserção internacional do Leste Asiático (onde mais de 90% das exportações são de manufaturados) comparada à da América Latina (onde as exportações continuam concentradas em *commodities*, agora industrializadas). O ponto crucial do maior crescimento do Leste Asiático é que sua maior capacitação tecnológica nos setores de TI reflete-se no grande dinamismo das exportações regionais.

Freeman (1996) destaca a influência das TI em todos os ramos da indústria e dos serviços, tornando-se um novo paradigma tecno-econômico. Este novo paradigma traz uma concepção própria de coordenação e integração das atividades produtivas: a rede de produção.[265] É mais importante os países em desenvolvimento preocuparem-se em aplicar esse paradigma a todos os setores do que em fabricar os produtos da TI, tarefa que apresenta dificuldades consideráveis. Nessa aplicação, adquirem grande importância a infra-estrutura de telecomunicações e os investimentos em computadores (*hardware* e *software*) para possibilitar a formação das redes empresariais. De qualquer maneira, a aquisição de novas tecnologias é um processo muito complexo que requer um amplo processo de aprendizado em todos os níveis da sociedade, com destaque para o aprendizado interno nas empresas, envolvendo inovações técnicas e sociais. Eventuais lições para os países em desenvolvimento devem

[265] Sobre as redes de produção globalizadas, ver também Chesnais (1996) e Coutinho (1992).

ser procuradas apenas na variedade de formas pelas quais se introduzem as necessárias mudanças técnicas e institucionais, associadas às novas tecnologias.[266]

O segundo tema, também já destacado anteriormente, é a crescente evidência empírica apontando que os processos de convergência ocorrem em grupos de países com algumas características iniciais comuns, como a localização geográfica ou o nível de renda, apontando para possíveis influências regionais nos processos de *catching up* e *falling behind:* na década de 80, há um excepcional crescimento das redes regionais de produção, comércio, IDE e rápida transferência de tecnologias no Leste Asiático, discutido acima.

O terceiro tema é a importância do ambiente macroeconômico. Ainda que as empresas joguem um papel central no aprendizado tecnológico, não diminui a importância de construir e manter um ambiente macroeconômico favorável ao estabelecimento de estratégias empresariais de longo prazo. Dosi, Freeman e Fabiani (1994) observam que as flutuações macroeconômicas (isto é, o ciclo econômico) de um determinado país são decisivas na explicação até mesmo dos desempenhos econômicos de setores industriais específicos.

Na criação do ambiente macroeconômico nos países do Leste Asiático, UNCTAD (1996a) destaca dois nexos fundamentais na explicação do dinamismo regional: lucros-investimentos e exportações-investimentos. O primeiro, lucros-investimentos, resume um extenso conjunto de políticas públicas que cria um clima pró-investimentos, incentivando a contínua acumulação de capital para elevar a produtividade. Destacam-se as medidas que racionam o consumo interno de certos produtos julgados "supérfluos", elevam a poupança compulsória, desestimulam os investimentos improdutivos ou especulativos (imóveis, por exemplo) e, em especial, geram lucros extraordinários (rendas, notadamente por meio de subsídios creditícios e fiscais). Vale dizer, distorcem os preços para elevar os lucros privados. Neste particular, diverge das análises simplistas do comportamento *rent-seeeking* e da necessidade de *getting prices right*, propostas pela visão do Mercado, mas sublinha a avaliação do desempenho e a transitoriedade dos benefícios como elementos fundamentais

---

266 Há uma grande convergência entre as recomendações de políticas dos evolucionistas e da equipe do BRIE (*Berkeley Roundtable on International Economy*), *think-tank* americano especializado nas questões de comércio e tecnologia. Borrus e Zysman (1994) afirmam que estamos testemunhando uma transformação tecnológica fundamental nos sistemas de produção, com o aparecimento de novos produtos finais ou de componentes novos nos produtos finais. As inovações na produção alteram os termos da concorrência internacional, criando novos padrões de custo, qualidade e rapidez na entrega em várias indústrias e serviços, especialmente nos setores de bens de consumo duráveis. O maior conteúdo de TI nos bens e serviços desloca a questão crucial na discussão da qualidade da inserção internacional para a análise das redes locais ou regionais de produtores desses bens, mais precisamente da presença na montagem dos produtos finais para a presença no projeto e na produção dos componentes complexos.

das políticas que geram rendas extraordinárias aos empresários, em particular o desempenho exportador.[267]

Note-se que uma condição necessária do bom funcionamento do primeiro nexo é que os Estados nacionais desfrutam de poder para impor suas convenções e incentivos aos mercados privados, enquanto que a nova convenção ortodoxa, proposta pela visão do Mercado para a América Latina, defende o Estado mínimo, conferindo especialmente aos mercados financeiros, empresas transnacionais e outros agentes internacionalizados o poder de impor suas convenções e preferências aos Estados nacionais.

O segundo nexo, exportações-investimentos, destaca tanto o papel tradicional dado às exportações no processo de crescimento (isto é, a maior demanda, ultrapassando os limites dos pequenos mercados domésticos, permite ganhos de eficiência e produtividade), quanto o de ser o elemento essencial na superação dinâmica da restrição externa, que se constitui num dos maiores obstáculos ao crescimento acelerado dos países em desenvolvimento (UNCTAD, 1996a). No processo de industrialização tardio, todos os países em desenvolvimento importam um grande volume de bens de produção, dadas as descontinuidades tecnológicas e de escala no estabelecimento de novos setores industriais (as indústrias "nascentes"). O financiamento externo desses países sempre encontra constrangimentos. Sob uma restrição externa mais aguda, a instalação das indústrias nascentes pode enfrentar descontinuidades, prejudicando o amplo aprendizado local necessário nos processo de *catching up*, como destacado acima. A promoção das exportações de manufaturados, cumprida determinadas condições, permite superar a restrição externa ao crescimento e aprofundar o *upgrading* da estrutura industrial, caso a receita dessas exportações financie preferencialmente as importações de bens de produção das indústrias "nascentes", condição que supõe a existência de políticas públicas pró-investimentos.

A velocidade necessária da elevação das exportações para superar a restrição externa depende da existência ou não de uma indústria local de bens de produção que possua competitividade internacional. Países continentais, como o Brasil, têm maiores oportunidades de integrar verticalmente seu aparato industrial. Países menores, como os de Leste Asiático, têm que aceitar uma elevada participação das exportações e das importações no PIB. Coréia e Taiwan, no entanto, conseguiram aprofundar suas industrializações em direção aos setores de bens de produção na década de 70, processo que não se repete nos demais NICs regionais. A colaboração governo–indústria no desenvolvimento destes setores é particularmente intensa nestes países e as exportações são promovidas desde o início: a Coréia, em particular, expande substancialmente as exportações nesses setores na primeira metade da década

---

[267] Uma análise mais detalhada do nexo lucros-investimentos encontra-se em Akyüz e Gore (1994).

de 80. Diversificação industrial estratégica nas indústrias "nascentes", altos investimentos privados e públicos para sustentá-la, e promoção das exportações caminham juntos nestes países (UNCTAD, 1996a).

Particularmente, as condições de concorrência nas áreas mais dinâmicas da economia global (que raramente são de mercados livres) impõem intervenções estratégicas, abrangendo as cadeias industriais nacionais, para fomentar a criação de vantagens competitivas, construídas pelas empresas em suas relações com fornecedores e clientes (as "redes empresariais"). Procura-se induzir sinergias baseadas no conhecimento e na capacidade de resposta à informação que substituam as estratégias de minimizar custos (Yoffie, 1993).

As intervenções estratégicas devem procurar adequar o padrão nacional de comércio exterior ao padrão internacional, para aumentar o peso dos setores "altamente dinâmicos" (com elevada elasticidade-renda externa) nas exportações totais. Na globalização, estes setores são os de serviços e os setores industriais intensivos em P&D e em diferenciação de produtos. Coloca-se um problema colateral de difícil solução para os países em desenvolvimento: como internalizar, sem acentuar as desigualdades internas, um padrão tecno-produtivo e de consumo orientado para sociedades com renda per capita em torno de US$ 25.000,00/ano?

Finalmente não podem ser esquecidas as questões de poder. As simulações da UNCTAD apontam para a necessidade de um ajustamento estrutural do Norte industrializado, no caso de maior penetração das exportações do Sul, para criar empregos para sua mão-de-obra menos qualificada em vez de aumentar o protecionismo. Nas negociações para manter um sistema multilateral de comércio aberto, o problema do alto desemprego no Norte tem resultado numa enorme pressão para que os países em desenvolvimento *level the playing field.*

Nos dois próximos Capítulos, os partidários da visão da Coordenação No caso na América Latina demonstram que o estado da macroeconomia joga um papel fundamental na configuração das estratégias empresariais: o ajustamento aos choques externos entre 1979-85, na ausência de adequada coordenação governamental, provoca reações defensivas das empresas privadas que não conduzem ao *upgrading* da estrutura produtiva e à superação dinâmica da restrição externa dominante.

6. OS ECONOMISTAS NEO-ESTRUTURALISTAS LATINO-AMERICANOS

Introdução

Os economistas neo-estruturalistas cuja contribuição é analisada neste Capítulo são especialmente os economistas filiados ao CEDES (Buenos Aires) e à PUC-RJ (Rio de Janeiro), mas estando presentes em pontos específicos as contribuições dos pertencentes à Cieplan e à Cepal (ambas em Santiago do Chile). Em geral, exceto os remanescentes da geração estruturalista da Cepal, tratam-se de economistas treinados no *mainstream*, mas que vêem suas realidades nacionais como singulares. Lance Taylor, um dos pioneiros e uma espécie de patrono internacional dessa tradição, salienta o que considera ser suas características comuns (Taylor, 1993b):

- Seguem uma metodologia macroeconômica estruturalista, valendo-se de identidades contábeis agregadas para as variáveis poupança, investimento e fluxos de capitais externos, examinando o desempenho da economia em termos de crescimento e de distribuição da renda, segundo os mecanismos causais que ligam essas variáveis, dando particular atenção às instituições nas relações de comportamento.

- Adotam como padrão para a análise macroeconômica dos países latino-americanos o modelo de três hiatos (poupança, externo e fiscal) na década de 80. A visão tradicional do processo de desenvolvimento econômico do *mainstream*, restringido pela disponibilidade total de poupança (interna e externa), subestima tanto a extensão do impacto negativo dos choques externos como os custos de tentar substituir a perda das transferências externas por fontes domésticas de financiamento nesses países. Os neo-estruturalistas mostram que a restrição externa e a restrição fiscal são as mais importantes, especialmente para os países em desenvolvimento de renda média.

- Promovem uma discussão integrada dos problemas de estabilização no curto prazo e de crescimento no médio e longo prazos.

- Colocam ênfase explícita aos problemas de distribuição de renda e pobreza.

- Tomam em conta, na análise macroeconômica, os problemas de economia política.

- Assumem que as políticas econômicas são histórica e institucionalmente contingentes; em especial, destacam que as reformas econômicas são *sui generis*, ao contrário do postulado pelo *mainstream*, que as deriva de forma normativa da teoria econômica neoclássica.

- Defendem, na sua maioria, uma maior intervenção estatal e uma abertura externa mais lenta e cautelosa para os países da América Latina do que as sugeridas pelo CW, e sendo críticos de várias das demais medidas recomendadas no "decálogo" de Williamson (1990a).

A contribuição original e fértil desses neo-estruturalistas latino-americanos que se estabelece e se amplia a partir das contribuições pioneiras sobre a inflação inercial, é a incorporação ao debate regional, com inovações significativas, do tema introduzido pelos novos clássicos e que domina o debate econômico no último quartel deste século: há um processo de aprendizado dos agentes econômicos, que se reflete nas suas reações às políticas macroeconômicas.

Os neo-estruturalistas da PUC-RJ distinguem-se dos seus demais homólogos latino-americanos por se afastarem da visão da Coordenação na década de 80, convergindo para a visão do Mercado. Outras diferenças no enfoque da PUC-RJ são a menor ênfase nos problemas dos sistemas financeiros, nacional e internacional; a convergência para um diagnóstico monetário-fiscal dos problemas de estabilização e um diagnóstico pré-keynesiano dos problemas do crescimento econômico.

Nos quatro itens a seguir, apresentam-se, primeiro, uma síntese neo-estruturalista da instabilidade macroeconômica na América Latina: segundo, o dissenso dos neo-estruturalistas com o CW sobre as reformas estruturais na América Latina; terceiro, o exame de alguns casos nacionais de instabilidade macroeconômica na região; e, quarto, a contribuição diferenciada dos neo-estruturalistas da PUC-RJ na análise do caso brasileiro.

6.1 A Instabilidade Macroeconômica na América Latina - Uma Síntese Neo-Estruturalista

A maioria dos economistas neo-estruturalistas partilha uma visão negativa das propostas de estabilização e crescimento produzidas pelo CW, preocupando-se justamente em questionar a relação entre as políticas macroeconômicas e o desenvolvimento econômico subjacente a essas recomendações. A sua crítica central ao CW é que não atribui a importância devida aos fatores externos, notadamente à interação da restrição externa com as demais variáveis-chave macroeconômicas (principalmente com as variáveis fiscais, investimento e inflação) e com a própria política econômica na determinação do ambiente macroeconômico que condiciona os padrões de crescimento e distribuição da renda dos países latino-americanos. Para isso, partem de um modelo neo-estruturalista de três hiatos - hiatos da poupança, externo e fiscal. Quando o modelo é submetido choques externos da magnitude dos registrados entre 1979-82, pode gerar trajetórias explosivas para determinadas variáveis

macroeconômicas, devido às características estruturais típicas de um país latino-americano incorporadas nesse modelo.[268]

O modelo de três hiatos encontra-se desenvolvido em Bacha (1989 e 1990), contestando a visão do *mainstream* de que o processo de desenvolvimento econômico é restringido pela disponibilidade total de poupança (interna e externa). Segundo o autor, essa visão subestima tanto a extensão do impacto negativo dos choques externos como os custos para estes países de tentar repor a perda das transferências externas por fontes domésticas de financiamento. A restrição externa e a restrição fiscal, especialmente para os países de renda média altamente endividados, são as mais importantes.

O modelo de três hiatos pode ser formalizado da seguinte forma:[269]

A taxa de crescimento máxima anual é dada por:

$$g = g_0 + k.I \qquad (1)$$

na qual g é a taxa de crescimento anual, g_0 é a depreciação anual, k é a relação capital-produto e I o investimento, variável cujo valor está sujeito a três diferentes restrições, modeladas nas equações a seguir.

Em primeiro lugar, o investimento tem uma restrição (hiato) de poupança:

$$I = (Y - C) + (F - J) \qquad (2)$$

na qual I é o investimento, Y a renda potencial, C o consumo (público e privado), F o ingresso líquido de capitais, determinado por decisões de racionamento dos bancos privados após 1982, e J o serviço líquido de fatores para o exterior, determinado em larga escala pelos juros da dívida externa e também fora do controle dos governos dos países em desenvolvimento. O primeiro termo entre parênteses $(Y - C)$ é a poupança interna e o segundo $(F - J)$ as transferências externas.

Em segundo lugar, o investimento tem uma restrição externa:

$$I = (1/m)(\hat{E} + F - J) \qquad (3)$$

---

268 Denominam trajetória explosiva à evolução de uma determinada variável macroeconômica quando seus valores afastam-se progressivamente das suas posições de equilíbrio ou sustentáveis (no caso das variáveis-estoque) de longo prazo. No caso latino-americano, as variáveis inflação, dívida pública (externa e interna) e taxa de câmbio real são as mais propensas a tais trajetórias.

269 Note-se que se trata de um modelo de crescimento com preços fixos que maximiza o investimento em um período, sujeito a três restrições (hiatos): poupança, externa e fiscal.

na qual $\hat{E}$ são as exportações líquidas de todas as importações, exceto as de bens de capital, e m (que varia entre 0 e 1) o conteúdo de importações do investimento. Como $1/m$ é maior do que 1, as variações das transferências externas $(F - J)$ têm um impacto maior sobre o investimento do que no caso acima (economias que sofrem apenas uma restrição de poupança).

Como $\hat{E}$ costuma ser bem menor do que $(Y - C)$, a dificuldade de substituir as transferências externas é grande, justificando as reivindicações latino-americanas por um substancial alívio do serviço da dívida externa. No entanto, segundo Bacha:

> A médio prazo, como sugere a experiência recente de ajustamento de alguns países latino-americanos com base industrial mais sólida, as exportações líquidas tenderão a subir até que entre em operação o hiato da poupança. (Bacha, 1989: 223)

Em terceiro lugar, o investimento tem uma restrição fiscal:

$$I = (1 + k)\,[dH + (T - G) + (F - J)] \quad (4)$$

No qual dH representa a variação dos encaixes monetários, T a renda bruta do governo (acaso o governo possua uma dívida interna mobiliária, T deve ser entendido como medido após os pagamentos dos juros dessa dívida), G o consumo do governo e k um coeficiente de complementaridade entre o investimento público e privado, sendo maior do que zero.

Nesse modelo, percebe-se que o impacto das variações das transferências externas sobre o investimento são maiores em economias com restrição fiscal do que em economias com restrição de poupança, uma vez que $(T - G)$ em (4) é bem menor do que $(Y - C)$ em (2) . Segundo o modelo, a melhor resposta de política à redução das transferências externas é o aumento do superávit primário do setor público $(T - G)$.[270] Sendo $(T - G)$ dificilmente modificável no curto prazo, o peso do ajuste recai sobre dH (financiamento inflacionário). A poupança privada é suposta ser dificilmente mobilizável pelo governo (não há financiamento de longo prazo pela emissão de títulos públicos domésticos), tornando necessária uma reforma fiscal para não descontinuar os investimentos públicos em setores complementares aos investimentos privados. Conclui-se que, na maioria das vezes, a restrição relevante é a fiscal.

Para demonstrar a existência das dinâmicas explosivas de certas variáveis macroeconômicas críticas na etapa de estabilização, os neo-estruturalistas examinam as experiências acumuladas dos grandes países latino-americanos (Argentina, Brasil, Chile e México) em eliminar os dois desequilíbrios básicos -

---

[270] Naturalmente, a pior resposta de política é o aumento dos gastos de custeio e das transferências do setor público.

a restrição externa e a restrição fiscal - na década de 80. São as especificidades nacionais, em termos de condições iniciais, instituições e fatores estruturais, notadamente a qualidade da inserção internacional (o grau de apoio externo e a competitividade do setor de bens comerciáveis), que explicam as trajetórias nacionais diferenciadas neste período (Meller, 1992; Fanelli, Frenkel e Taylor, 1992; Fanelli, Frenkel e Rozenwurcel, 1990; Chisari, Fanelli, Frenkel e Rozenwurcel, 1993; Carneiro e Werneck, 1993a e 1993b; Bacha, 1993a e Amadeo, 1993).

O ponto de partida comum é a crítica aos resultados do ajuste convencional do balanço de pagamentos, segundo o modelo do FMI. Sob o monitoramento do FMI, a contenção da demanda agregada e as desvalorizações tornam-se os instrumentos-chave do ajuste externo na América Latina entre 1982-85. Os resultados iniciais provocam grandes reversões na tendência deficitária da conta corrente à custa de profundas recessões, alto desemprego, quedas significativas na taxa de investimentos e nos salários reais, e brusca aceleração inflacionária. A contenção da demanda agregada e a política cambial ativa produzem resultados favoráveis na balança comercial, mas um enorme efeito colateral negativo - o desajuste estrutural do setor público, que obriga os países da região a perseguirem ajustes fiscais no restante da década de 80.

A essência da crítica latino-americana é dirigida à relutância do FMI em admitir que os choques externos, entre 1979-82, desequilibram decisivamente as contas fiscais e impedem alcançar a estabilidade macroeconômica, evidência negada para justificar a sua brutal exigência de um drástico ajuste interno sem financiamento externo adequado.

O ajuste do setor externo nesses quatro países latino-americanos à nova conjuntura financeira internacional pós-1982, na qual prevalece uma restrição externa dominante, é súbito e intenso. A instabilidade macroeconômica está diretamente associada à magnitude e rapidez do ajuste externo requerido, refletindo uma inconsistência básica entre o estoque acumulado de dívida externa e a capacidade de geração interna dos fluxos necessários ao serviço dessa dívida sem originar trajetórias explosivas nas principais variáveis macroeconômicas.

Justamente a contribuição inovadora dos neo-estruturalistas é enfatizar que a desordem macroeconômica decorrente da crise do endividamento tem origem num desequilíbrio de estoque-fluxos, isto é, dadas as elevadas taxas de juros internacionais do período e o grande estoque acumulado de dívida externa (como proporção do PIB e das exportações), o pagamento integral do serviço da dívida externa torna-se incompatível (isto é, a proporção serviço da dívida/exportações ultrapassa valores críticos) com a manutenção da

estabilidade interna.[271] O racionamento dos créditos internacionais privados demanda uma mudança, concentrada no tempo, na composição do estoque de títulos da dívida pública, entre títulos externos e internos, que desequilibra profundamente as contas públicas. As dívidas públicas externa e interna tornam-se irmãs siamesas na América Latina na década de 80.[272] É justamente a magnitude limitada dos ajustes nos fluxos externos e fiscais que podem ser obtidos durante a fase de ajustamento que se encontra na raiz da instabilidade macroeconômica da América Latina na década de 80. O déficit fiscal, julgado uma variável ativa na análise convencional, torna-se uma variável passiva, ao passo que a dinâmica de curto prazo passa a ser comandada pela inflação, uma variável derivada na análise convencional.

As trajetórias do ajuste externo em cada país são diferenciadas, de acordo com o tamanho relativo da dívida externa, a evolução dos termos de troca, a reação dos bens comerciáveis e a disponibilidade de financiamento externo, demonstrando a validade limitada de fórmulas únicas para a região. Porém, o caráter financeiro da restrição externa, dado pelo serviço da dívida, é inequívoco: em regra, os déficits em conta corrente persistem até o final dessa década, apesar de alguns países gerarem megasuperávits comerciais no processo de ajuste. Os cortes nas importações, componentes essenciais do brusco ajuste externo patrocinado pelo FMI, ocasionam efeitos negativos de longo prazo na acumulação de capital e na competitividade internacional desses países.[273]

Segundo os neo-estruturalistas, Brasil e Chile, este último por ter contado com o apoio decisivo das instituições multilaterais, reduzem mais rapidamente a intensidade da restrição externa entre 1982-85. Segundo alguns desses economistas, o Brasil é o único desses grandes países latino-americanos que ajusta o seu hiato externo plena e permanentemente entre 1983-85, abrindo uma intensa polêmica sobre a natureza das restrições enfrentadas pelo crescimento neste país no final da década de 80, como se destaca em várias passagens a seguir.[274] Porém, até a mudança na conjuntura financeira

---

271 Segundo CEPAL (1997), a relação entre os juros totais devidos e as exportações de bens e serviços eleva-se nas seguintes proporções entre 1980-85: Argentina, de 22% para 51%; Brasil, de 34,1% para 40%; Chile, de 19,3% para 46,4%; e México, de 27,7% para 32,3%.

272 As contribuições pioneiras dos economistas do CEDES à análise da crise do endividamento como resultante de um desequilíbrio estoque-fluxos podem ser encontradas em Fanelli e Frenkel (1990) e Frenkel e Rozenwurcel (1990).

273 Efeitos causados principalmente pelo encarecimento dos bens de capital e dos insumos importados. Por exemplo, na Argentina e no Brasil, numa década em que os preços dos bens de capital crescem abaixo dos índices nacionais de preços nos principais países da OCDE, registram-se elevações dos seus preços relativos. Ver Chisari, Fanelli, Frenkel e Rozenwurcel (1993) e Carneiro e Werneck (1993b).

274 A polêmica é iniciada por Castro e Souza (1985).

internacional no início da década de 90, em nenhum dos quatro países, exceto talvez o Chile, a redução da restrição externa é percebida pelos agentes econômicos como "durável", dispensando restrições permanentes ao nível de atividade corrente e à taxa futura de crescimento da economia.

Uma das conseqüências da permanência da restrição externa é a grande volatilidade nas expectativas dos principais agentes econômicos sobre as cotações futuras da taxa de câmbio, induzindo a decisões defensivas na alocação de seus recursos, reais e financeiros, limitando o desenho e a implementação das políticas de estabilização na década de 80. Por exemplo, no caso brasileiro, as decisões privadas de atrasar exportações e adiantar importações, quando é percebida uma redução das reservas no banco central e/ou um atraso da taxa de câmbio real (sinalizada pelo maior ágio no mercado paralelo), acabam por abortar sucessivos planos de estabilização.

Frenkel e Rozenwurcel (1990) enfatizam que os problemas gerados pela restrição externa vão muito além do estrangulamento externo e constituem um grave obstáculo à retomada do crescimento: as tentativas de ajustamento externo geram (des)incentivos microeconômicos ou desequilíbrios macroeconômicos que o tornam inviável. Por isso, uma estabilização sustentável requer o alívio dos termos contratuais do endividamento externo.

O impacto negativo do ajuste externo sobre as contas do setor público na América Latina é amplo e duradouro, uma vez que esse setor torna-se o principal responsável pelos estoques de dívida externa e seus respectivos serviços, por meio dos processos de "estatização" dessas dívidas e da socialização dos prejuízos decorrentes das crises financeiras nacionais associadas ao endividamento externo no início da década de 80.[275] Nessas condições, a combinação de uma política monetária restritiva com uma política cambial "competitiva", exigida uniformemente pelo FMI entre 1982-85, multiplica as dívidas públicas em moeda nacional, gerando déficits fiscais da ordem de vários pontos percentuais do PIB.

As tentativas de solucionar as crises fiscais passam por um *mix* de cortes de gastos e aumentos da carga tributária, específico a cada país da região. As trajetórias do ajuste fiscal em cada país são diferenciadas, segundo o tamanho relativo dos desequilíbrios iniciais (externo e fiscal) e a própria repercussão do ajuste externo sobre as contas fiscais, justificando o ceticismo com fórmulas

---

275 A análise pioneira do caso brasileiro encontra-se em Cruz (1984), sendo ampliada em Cavalcanti (1988). Sobre a "socialização" dos custos do ajustamento, ressalte-se que uma interpretação não-ortodoxa da baixa eficiência das empresas estatais e da sua contribuição substancial ao déficit público, compartilhada por vários neo-estruturalistas na década de 80, resulta de sua utilização para cumprir objetivos da política macroeconômica no processo de "ajustamento" e não de atividades *rent-seeking*, como proposto pela literatura do Banco Mundial.

únicas para a região.[276] Uma dificuldade adicional nos ajustes fiscais é que, para evitar o descontrole monetário durante o ajuste externo, deve ser gerado um superávit fiscal primário crescente à medida que a balança comercial se torne cada vez mais superavitária. Surge um paradoxo: quanto maior o sucesso e a rapidez no ajustamento externo, maiores as pressões fiscais. Quando o setor público controla diretamente uma fração significativa das exportações, como nos casos do Chile e México, esse problema não se apresenta de forma tão aguda como na Argentina e no Brasil. Pelo contrário, uma desvalorização pode eventualmente aumentar as receitas parafiscais do setor público, como os analistas sublinham nos estudos dos caso nacionais a seguir.

O problema da transferência interna refere-se à compra pelo setor público das divisas necessárias para o serviço da dívida externa, predominantemente pública, geradas pelo setor privado por meio do superávit comercial. Se o superávit primário do setor público, em moeda nacional, é inferior ao serviço da dívida externa, o financiamento da transferência interna exige a emissão de moeda ou de títulos da dívida pública para comprar as divisas. No primeiro caso, perde-se o controle da oferta monetária e, no segundo, aumenta o estoque da dívida pública mobiliária interna, tendo como efeitos colaterais a elevação da taxa de juros interna e o encurtamento do perfil da maturidade desses títulos.

Argentina, Brasil e México não alcançam um equilíbrio durável das contas públicas na década de 80, originando uma crescente falta de credibilidade do ajuste fiscal na formação das expectativas do setor privado (como essas expectativas são muito influenciadas pelo pensamento ortodoxo, que enfatiza o ajuste fiscal como condição necessária *a priori* da estabilização, tornam-se fortemente pessimistas). A permanência da forte restrição fiscal exige, esgotadas as soluções "viáveis" (cortes profundos dos investimentos e de certos gastos públicos, aumento do endividamento interno etc.), o recurso reiterado a mecanismos *ad hoc* na sua solução, especialmente nos países em que os problemas distributivos preexistentes e o retorno à democracia (Argentina e Brasil) tornam um ajuste drástico especialmente difícil de ser alcançado. Esses mecanismos são o imposto inflacionário, a transferência de riqueza por meio de taxas de juros negativas, a desindexação ou a indexação parcial dos títulos e de outras dívidas públicas, os "atrasados" nas contas externas e internas, as moratórias externas, declaradas ou não, os reajustes das taxas de câmbio nominais abaixo da inflação durante certo tempo etc.

Entre as conseqüências macroeconômicas da falta de credibilidade destacam-se, pelos seu efeitos de retroalimentação sobre a instabilidade

---

276 Os economistas do CEDES, em particular, enfatizam que os gastos e as receitas públicas são afetados tanto pela instabilidade macroeconômica quanto pela inércia (são *path-depending*, dependendo da história e dos regimes fiscais nacionais). Ver Fanelli e Frenkel (1990).

macroeconômica, a paralisação dos investimentos produtivos, a desmonetização da economia, o encurtamento dos prazos dos títulos da dívida mobiliária, a fuga de capitais e a "dolarização", reações defensivas do setor privado tanto à intensa volatilidade das principais variáveis macroeconômicas quanto ao crescente comportamento discricionário do Estado.

Especialmente os mecanismos de retroalimentação sobre as variáveis que afetam as condições financeiras da economia, como a demanda e a oferta de moeda, as taxas de juros, as taxas de câmbio e a inflação, provocam impactos substanciais nas variáveis déficit público, dívida pública e inflação, apesar da intensidade inicial do ajuste das variáveis propriamente fiscais. Instala-se um círculo vicioso déficit fiscal-inflação-déficit fiscal que sugerem romper iniciando o ataque no elo inflação (o diagnóstico heterodoxo da inflação), em oposição à ortodoxia, que deseja concentrar o ataque inicial no próprio déficit fiscal (o diagnóstico monetário-fiscal da inflação).

Os neo-estruturalistas ressaltam a fragilidade política do Estado na Argentina e no Brasil para enfrentar o problema da transferência interna gerado pelo ajuste externo, particularmente na questão crucial do aumento da carga tributária, um dos elementos presentes, com poucas exceções, no ajustamento fiscal dos países da OCDE na mesma época.[277] A elevação das receitas tributárias como percentual do PIB encontra diversos obstáculos nessa conjuntura, independentemente do grau de vontade política dos governos: a erosão das receitas pela maior inflação (o conhecido efeito Olivera-Tanzi); a fuga de capitais e a maior sonegação, em resposta à elevação das alíquotas marginais, reduzindo a base tributária; o menor dinamismo da economia; a crescente informalidade nessas economias (que também reduz a base tributária); e a mudança no *mix* da produção favorecendo as exportações, atividades que devem ser desoneradas de impostos para assegurar sua competitividade internacional.

O déficit público também tende a se ampliar por meio de diversos fatores, endógenos e políticos, que pressionam pelo lado dos gastos, particularmente nos países recém democratizados (Argentina e Brasil): o impacto desfavorável das desvalorizações nominais e das elevações dos juros, externos e internos, que acarretam a crescente participação dos serviços da dívida pública nos gastos públicos; os freqüentes atrasos nos reajustes dos bens e serviços ofertados pelo setor público (tanto mais significativos quanto maior o setor produtivo estatal), para não validar as expectativas privadas de elevação da inflação nas conjunturas em que predomina a sua aceleração; os maiores subsídios *ex-post* ao setor privado quando vingam essas expectativas; a

277 Os aumentos das receitas fiscais e parafiscais (por exemplo, o petróleo do Mar do Norte) têm um papel significativo na redução dos déficits fiscais estruturais na maioria dos países da OCDE entre 1979-84, segundo Leibfritz, Roseveare e van den Noord (1994).

necessidade de efetuar gastos sociais compensatórios nas recessões internas; o aumento dos direitos sociais; as pressões por maior descentralização dos gastos públicos etc.[278]

Resumindo a argumentação dos neo-estruturalistas contra as receitas ortodoxas, os desequilíbrios externo e fiscal são "básicos" ou "estruturais", fonte dos demais, em particular da aceleração inflacionária. Apesar das principais restrições às políticas de estabilização terem origem nos desequilíbrios estruturais, as dinâmicas de curto prazo dessas economias têm suas leis próprias de funcionamento e jogam um papel específico, criando restrições adicionais. Particularmente, a inflação torna-se exógena ao desempenho das contas fiscais e ao funcionamento dos mercados financeiros. Nesse ambiente macroeconômico, as políticas fiscais e monetárias restritivas tornam-se ineficazes. Suas análises apontam especialmente para as conseqüências macroeconômicas de dois mecanismos de propagação dos desequilíbrios básicos: o regime de alta inflação e a fragilidade financeira (Damill, Fanelli, Frenkel e Rozenwurcel, 1988; Fanelli e Frenkel, 1990; Fanelli, Frenkel e Rozenwurcel, 1990).

Nos casos da Argentina e do Brasil, a prolongada experiência com taxas elevadas de inflação contribui para o desenvolvimento de novas instituições e de comportamentos adaptativos dos agentes, nos mercado de trabalho, de bens e financeiros, cristalizados nos regimes de alta inflação, nos quais a estrutura de contratos monetários, explícitos e implícitos, e a formação das expectativas privadas se adaptam à alta inflação. As conseqüências mais visíveis dessa adaptação são a indexação, os reajustes freqüentes dos preços, o desalinhamento dos preços relativos, a fuga da moeda nacional e a elevada elasticidade de resposta dos mecanismos de propagação tanto a choques reais quanto a mudanças no conflito distributivo ou apenas a novas informações (*news*).[279]

Nos regimes de alta inflação, os efeitos inflacionários dos desequilíbrios básicos são potencializados pelos mecanismos de propagação, acelerando a inflação no médio prazo, particularmente após o impacto de choques, externos ou internos. Nesses regimes tornam-se imprevisíveis as modificações nas variáveis reais que sucedem as alterações nas variáveis nominais, sendo talvez a taxa de câmbio o exemplo mais evidente, ocasionando uma forte volatilidade das taxas de câmbio reais e sua freqüente valorização, perturbando a sinalização

---

278 As inovações contidas na Constituição brasileira de 1988 são o melhor exemplo dos dois últimos fatores.

279 Para análises pós-keynesianas dos regimes de alta inflação que se desenvolvem a partir dos lineamentos neo-estruturalistas acima, ver Carvalho (1992) e Heymann (1991).

desejada nos preços relativos para estimular os investimentos produtivos nos setores exportadores.

O regime de alta inflação apresenta requisitos próprios às políticas de estabilização para eliminar a memória inflacionária e minimizar os fortes efeitos redistributivos potenciais na renda e riqueza associados a uma redução brusca da inflação. A primeira tarefa de um programa de estabilização é assegurar a redução rápida das taxas de inflação e a estabilidade dos principais preços relativos na economia, particularmente da taxa de câmbio e dos salários reais. Em outras palavras, é essencial desativar os mecanismos de transmissão que podem jogar certas variáveis, especialmente a inflação, em trajetórias explosivas. A eliminação da memória inflacionária requer a coordenação dos preços e salários - uma política de rendas - para reduzir ou eliminar a inflação inercial e as famosas "tablitas" para a conversão dos contratos monetários.[280] Saliente-se que a opção por soluções negociadas é coerente com sua defesa de um enfoque democrático e consensual para a resolução da crise latino-americana, especialmente com a necessidade de assegurar maior eqüidade no novo modelo de desenvolvimento.

A redução rápida da inflação não pode prescindir da utilização da taxa de câmbio como âncora nominal dos preços internos. Vale dizer, a redução rápida da inflação tem como decorrência inevitável uma valorização da taxa de câmbio real, que varia diretamente com o tamanho do resíduo inflacionário posterior ao lançamento do programa. Todo programa de estabilização deve optar por uma combinação particular entre as funções conflitantes da taxa de câmbio: promotora da competitividade internacional e da estabilidade dos preços domésticos.[281]

Assegurada a redução nas taxas de inflação, resta a segunda e mais complexa tarefa: reduzir as restrições básicas, a externa e a fiscal. A eliminação da restrição fiscal demanda uma profunda reforma do Estado, dependente da

---

[280] No final da década de 80, uma dificuldade adicional que desafia os neo-estruturalistas é que a falta de consolidação fiscal e a persistência das trajetórias explosivas da inflação obrigam ao recurso reiterado de políticas de rendas (particularmente congelamentos de preços) para evitar a hiperinflação aberta na Argentina e no Brasil (neste último, até como componente de pacotes ortodoxos), acabando por desmoralizar esse instrumento perante os agentes privados e a opinião pública.

[281] Em resposta ao conflito particularmente intenso entre essas funções, na presença de restrição externa dominante, o Plano Primavera tenta criar um sistema dual para a taxa de câmbio argentina, que fracassa em 1987. A dura lição aprendida é que, nesses regimes cambiais, a exemplo dos regimes de taxa cambial única, as expectativas dos agentes e a capacidade de defesa das cotações da moeda nacional pelo Banco Central continuam a influenciar decisivamente os resultados. As reservas do Banco Central são vigiadas e as expectativas privadas são influenciadas por novas informações, particularmente sobre a evolução futura dessas reservas internacionais, ocasionando que as tendências no "mercado livre" afetem perversamente as decisões no "mercado comercial". Para viabilizar os regimes de taxas múltiplas necessita-se, portanto, tanto da manutenção de controles aos movimentos cambiais quanto de reservas internacionais adequadas. Ver Fanelli e Frenkel (1990).

definição de um projeto nacional de desenvolvimento econômico, sendo uma tarefa demorada e com um elevado potencial de conflitos. Porém, a estabilização, para alcançar sucesso, requer uma redução imediata do conflito distributivo existente, especialmente algum grau de consenso sobre a forma de alcançar o ajuste fiscal. Qualquer consenso sobre preços e salários no setor privado pode ser abalado pela inflação gerada pela falta de consenso sobre a consolidação fiscal.[282] Os neo-estruturalistas sublinham cada vez mais os impactos distributivos dos déficits fiscais, que retiram eficácia das políticas heterodoxas restritas a preços e salários.

Sua preocupação principal é garantir financiamento externo adequado durante o período da reforma do Estado, para evitar cair no círculo vicioso da "estabilidade com estagnação", em que pelo menos Bolívia, México e Uruguai se encontram no final da década de 80. Especialmente os neo-estruturalistas do CEDES enfatizam que a queda da renda nacional (e não o aumento do consumo público ou privado) explica a menor poupança interna (o menor investimento interno bruto) dos países latino-americanos na década de 80. A renda nacional cai, por sua vez, por causa do maior serviço da dívida externa e da deterioração dos termos de troca (Fanelli, Frenkel e Rozenwurcel, 1990). Além disso, a falta de financiamento externo adequado pode fazer fracassar a própria estabilização no curto prazo: a impossibilidade de importar torna qualquer retomada do consumo, que costuma suceder aos planos de estabilização, fortemente inflacionária. São destacados os efeitos internos positivos do financiamento externo adequado sobre o financiamento do déficit fiscal e a estabilidade da taxa de câmbio, proporcionando um espaço para a redução das taxas de juros internas, assegurando um maior crescimento e a melhoria das expectativas privadas. O exemplo sempre citado é o do Chile, que obteve financiamento externo adequado entre 1982-85, preservando a capacidade de efetuar investimentos públicos e consolidando seu crescimento na segunda metade dessa década, sem pressões inflacionárias internas excessivas.

Na ausência de apoio externo, um segundo mecanismo de transmissão dos desequilíbrios básicos manifesta-se no setor financeiro nacional: a fragilidade financeira.[283] Em primeiro lugar, a incerteza sobre o poder de compra da moeda desestimula os contratos monetários a prazos mais longos. Daí a maior fragilidade do sistema financeiro associada aos regimes de alta inflação, na medida em que, com o encurtamento dos prazos contratuais aumenta o número de agentes, em particular no setor público, que precisam refinanciar

---

282 Por exemplo, os economistas argentinos do CEDES, após o fracasso do Plano Austral, destacam a necessidade de um amplo consenso interno sobre a política de rendas e o ajuste fiscal como um dos pré-requisitos para assegurar o sucesso das políticas de estabilização. Ver Fanelli e Frenkel (1990).

283 A discussão para o caso argentino encontra-se em Damill, Fanelli, Frenkel e Rozenwurcel (1988).

constantemente seus passivos nos mercados monetários. Por um lado, desenvolve-se uma enorme dependência de um grande devedor (o governo federal), que dita as regras do jogo, aumentando substantivamente a indexação e os prêmios de risco demandados pelos credores ou até mesmo provocando a substituição dos títulos e outros ativos em moeda nacional em suas carteiras (fugas de capital e "dolarização").[284] Os sistemas financeiros nacionais, presos ao curto prazo e enfrentando a desintermediação interna, se atrofiam e a redução do crédito doméstico afeta a formação de capital. Por outro lado, a própria fragilidade financeira e as recessões internas exigem taxas de juros internas baixas, acabando por levar os governos a financiarem-se por meio do "imposto inflacionário", na impossibilidade de assegurar a colocação voluntária de seus títulos a essas taxas.

Em segundo lugar, os sistemas financeiros nacionais na América Latina são muito menores, menos líquidos e diversificados do que seus congêneres nos países desenvolvidos. Essa fragilidade estrutural torna o financiamento dos déficits públicos pelos mercados financeiros nacionais uma tarefa mais complexa. Com a crise do endividamento, a fragilidade financeira estrutural das economias nacionais aumenta por duas razões: primeira, o problema da transferência interna, intermediada pelos sistemas financeiros nacionais, expondo-os a maiores riscos; segunda, as mudanças desfavoráveis nas preferências dos investidores domésticos na formação de suas carteiras de ativos financeiros, tanto sobre os prazos e a rentabilidade dos ativos domésticos, quanto sobre a composição entre ativos domésticos e internacionais nessas carteiras.

Na questão da transferência interna, a maior emissão de títulos públicos passa a apresentar dificuldades progressivas na sua colocação no setor privado, pelas mudanças nas preferências dos investidores nacionais em favor de maior flexibilidade nas aplicações para minimizar os riscos advindos da incerteza generalizada e da volatilidade das principais variáveis macroeconômicas. Na composição de suas carteiras de investimentos, na década de 80, passam a predominar tanto títulos domésticos de curto prazo com elevadas taxas de juros,[285] quanto ativos denominados em moedas fortes (fugas de capitais e "dolarização"), originando neste caso uma fuga da poupança interna para o exterior.[286] Crescentemente, as taxas de juros internas para a colocação dos

---

284 "Dolarização" denomina a substituição da moeda nacional por uma moeda de curso internacional (no caso da América Latina, o dólar) nas suas funções de unidade de conta (estágios iniciais) e reserva de valor (estágios mais avançados).

285 Por exemplo, no Brasil, a taxa de juros real excede 15% anuais no ajuste pós-1981, até o início da gestão Funaro no Ministério da Fazenda no segundo semestre de 1985.

286 O tratamento fiscal muito favorável aos investidores não-residentes nos países desenvolvidos, especialmente nos EUA, é apontado como um dos fatores externos que estimulam as fugas de capitais na região na década de 80.

títulos públicos passam a incorporar as expectativas privadas ligadas ao risco cambial, aumentando este prêmio de risco com a maior volatilidade da taxa de câmbio.

Em geral, não acreditam na suposta complementaridade automática entre um ajuste de curto prazo seguindo a linha dos programas de estabilização ortodoxos e a retomada sustentada do crescimento. Pelo contrário, apontam que a evidência empírica é de que esses programas se tornam fortemente recessivos e inflacionários. A própria meta de gerar um superávit fiscal primário, central nesses programas, é prejudicada pela recessão e inflação induzidas e pelos efeitos políticos adversos que causam, e não por uma suposta "falta de vontade política" dos governos latino-americanos. Por sua vez, com a permanência do déficit fiscal, os agregados monetários tornam-se endógenos e passivos. Em suma, políticas fiscal e monetária austeras são claramente insuficientes, quando não contraproducentes, no combate inflacionário.

Por outro lado, destacam que o financiamento interno de um déficit fiscal temporário, após o lançamento de um programa de estabilização, é desaconselhável, pelo efeito histerese da fragilidade financeira: a desmonetização da economia e as taxas de juros reais permanecem elevadas por algum tempo, dificultando seu financiamento interno.

Demonstrada a existência de dinâmicas explosivas nas tentativas anteriores de eliminação dos dois desequilíbrios básicos - a restrição externa e a restrição fiscal - com os instrumentos tradicionais, modificam seu diagnóstico inicial e admitem que, pelo menos no caso dos regimes de alta inflação (Argentina e Brasil), a eliminação sustentável das duas restrições exige o lançamento de reformas estruturais em simultâneo com as políticas de estabilização. Há o reconhecimento de que a crise regional na década de 80 reflete tanto uma crise macroeconômica quanto uma crise da estratégia de desenvolvimento anterior, a substituição de importações, cujos principais problemas, a baixa produtividade e a crescente vulnerabilidade externa, continuam presentes (Ramos, 1993).

Na sua polêmica com os economistas do Consenso para preservar as perspectivas de crescimento durante o ajuste, os neo-estruturalistas destacam três reformas estruturais para aumentar a eficiência do sistema econômico: a do setor público, a do regime de comércio exterior e a do sistema financeiro. [287] Apesar da coincidência parcial na pauta das reformas estruturais, o seu conteúdo é diverso daquele das propostas dos economistas do CW, como se

---

287 Necessárias pelos resultados dos exercícios prospectivos com os modelos de três hiatos nas condições estruturais do final da década de 80, que mostram taxas muito baixas de crescimento potencial para a próxima década nas economias argentina (1%) e brasileira (2,5%). Ver Bacha (1993a).

mostra no item a seguir, e as principais divergências são sobre o papel do Estado, o montante e a composição do financiamento externo, e a reforma desejável para o sistema financeiro.

Para concluir essa apresentação das contribuições dos neo-estruturalistas latino-americanos para a análise da instabilidade macroeconômica regional pós-1982, examinam-se a seguir suas propostas para um programa de estabilização, especialmente aquelas de política fiscal, monetária e cambial. Nessas propostas, defendem que as restrições externa e fiscal devem ser resolvidas conjunta e gradualmente, logo após o anúncio da reforma monetária e de um regime cambial estabilizador (supõe-se que seja possível obter apoio externo suficiente para implementá-lo), para evitar trajetórias instáveis para a economia, notadamente para evitar recair no círculo vicioso da estagflação.

O curso da política fiscal recomendado pelo CW durante o ajuste tem como objetivo, explícito ou implícito, "encolher o Estado", ou seja, assume que cortar gastos é uma alternativa superior a elevar impostos. Os neo-estruturalistas argumentam em contrário, com o próprio exemplo de ajuste considerado um "sucesso" pelo CW, o do Chile. Graças ao financiamento externo, o Chile pôde eliminar a restrição fiscal gradualmente, aumentando os investimentos públicos no período de transição para estimular o crescimento, sem pressionar demasiado o mercado financeiro doméstico.[288] O resultado dessa estratégia gradual é o maior crescimento e a elevação da relação investimentos-PIB, que permite superar dinamicamente a restrição fiscal.[289]

Ao invés de acentuar os efeitos *crowding out* dos déficits fiscais, os neo-estruturalistas destacam os efeitos *crowding in* da manutenção dos investimentos públicos,[290] num momento em que o *animal spirits* dos capitalistas privados está deprimido e a convenção predominante entre eles é cautelosa sobre o médio e longo prazos. Nessa visão, as funções de promoção e coordenação estatal dos investimentos privados devem ser preservadas, ainda que com novos instrumentos, mais adequados ao cenário contemporâneo. Rejeita-se, por ser incapaz de garantir uma taxa adequada no médio prazo, a proposta dos economistas do CW: o crescimento, no período inicial das

---

288 Porém, note-se que a situação de dependência do sistema financeiro privado chileno em relação ao Estado, naquele momento, é praticamente total. Essa "institucionalidade" não pode ser desconsiderada na extensão das conclusões para outros países.

289 Essa interpretação da estratégia chilena é referendada mais tarde pelo BID, uma das instituições multilaterais participantes do CW. Ver Gavin, Hausmann e Talvi (1997).

290 Os próprios resultados empíricos apresentados no Capítulo 4 do *RDM 1991* mostram um forte efeito positivo dos investimentos públicos nas taxas de rentabilidade dos projetos financiados pelo Banco Mundial, confirmando um resultado fundamental: os investimentos públicos, ao elevar a rentabilidade ou diminuir os custos, caracterizam-se pelos efeitos *crowding-in* sobre os investimentos privados. Ver Fanelli, Frenkel e Taylor (1992).

reformas, deve ter como fonte principal apenas um melhor aproveitamento da capacidade produtiva existente e uma melhor alocação dos recursos.

As experiências da Argentina, Chile e México levam a uma modificação importante nas suas posições sobre privatizações no início da década de 90. As privatizações, ou melhor, as desnacionalizações de algumas empresas estatais passam a ser admitidas como uma alternativa, ainda que transitória, para obter maior financiamento externo, realizar o ajuste fiscal interno e deslanchar novos investimentos internos em infra-estrutura (devem ser realizadas com compromissos claros neste sentido), apesar de restarem algumas dúvidas sobre seus impactos de médio prazo sobre a conta corrente, dadas as maiores importações e remessas de lucros que costumam seguir as desnacionalizações (Chisari, Fanelli, Frenkel e Rosenwurcel, 1993).

Outra divergência sobre o ajuste fiscal é sua proposta de elevar a poupança pública por meio de uma maior carga tributária, especialmente por impostos diretos, rejeitando os profundos cortes nos gastos preferidos pelos economistas do CW. A elevação da carga tributária pode ter efeitos macroeconômicos positivos sobre o ajuste fiscal, particularmente a manutenção dos investimentos públicos e as menores taxas de juros, que compensam amplamente os desincentivos da maior tributação sobre o setor privado. Além disso, os efeitos sobre os gastos sociais são bem diferenciados nas duas propostas: reduzir os custos sociais do ajustamento e assegurar uma maior eqüidade na sociedade por intervenções públicas são preocupações explícitas da maioria dos neo-estruturalistas.

A divergência sobre a velocidade do ajuste fiscal tem conseqüências sobre o montante de financiamento externo considerado adequado durante a estabilização. Os economistas do CW são pessimistas sobre o volume de financiamento externo que pode ser oferecido pelas diversas fontes, colocando a ênfase na melhoria do ambiente macroeconômico para atrair os capitais privados expatriados na fase anterior. Os neo-estruturalistas destacam a necessidade de alcançar uma redução importante das transferências reais ao exterior na renegociação das dívidas externas, compatível com o ajuste fiscal gradual e com a manutenção de uma âncora nominal para a taxa de câmbio. Uma excessiva ênfase no retorno dos capitais expatriados e no IDE no financiamento externo da América Latina pode acabar diminuindo os recursos disponíveis para o setor público, originando uma dinâmica de baixo crescimento potencial.

Uma política monetária de elevadas taxas de juros reais, presente nos pacotes do FMI, não é consistente com a necessária elevação da poupança interna para sustentar o crescimento, uma vez que seus efeitos negativos sobre a poupança pública e sobre as decisões de investimento privadas são mais acentuados do que os efeitos eventualmente positivos sobre a poupança privada. A ênfase de

vários neo-estruturalistas desloca-se para a reforma monetária e a reforma dos sistemas financeiros nacionais.

A falta de apoio externo e de consenso interno para enfrentar as conseqüências macroeconômicas da desordem internacional são o calcanhar de Aquiles dos programas de estabilização propostos pelos neo-estruturalistas na década de 80. O apoio externo só é dado aos Estados nacionais que adotam a estratégia recomendada pelo CW. Especialmente, a experiência de situações de hiperinflação ou muito próximas a ela e a mudança da conjuntura financeira internacional, no início da década de 90, define um consenso interno favorável à abertura entre os grandes grupos empresariais nos dois países da região refratários ao Consenso, viabilizando os planos de estabilização próximos da ortodoxia do CW e facilitando a eleição de forças políticas majoritárias favoráveis à sua implementação nesses países.

6.2 O Dissenso nas Reformas Estruturais

A polêmica com as recomendações do CW estende-se para as reformas estruturais (Fanelli e Frenkel, 1993; Fanelli, Frenkel e Taylor, 1992: Meller, 1992: Fanelli, Frenkel e Rozenwurcel, 1990). Defensores de reformas mais graduais e moderadas, os neo-estruturalistas argumentam que a experiência anterior da América Latina permite apontar diversos problemas com as dinâmicas dos processos de liberalização, negligenciados pelos economistas do CW, e que podem elevar significativamente os custos dos fracassos. Criticam também os conteúdos sugeridos para as reformas, especialmente a drástica redução do papel do Estado, a abertura dos regimes de comércio exterior e da conta capital, e a liberalização do sistema financeiro nacional. Por fim, discordam da economia política das reformas sugerida tanto no *RDM 1991* quanto em Williamson (1994).

Criticando o CW, apontam que várias investigações empíricas sobre os determinantes do crescimento econômico dos países em desenvolvimento que conseguem realizar o *catching up* no pós-guerra conferem um papel pouco destacado aos ganhos de eficiência, mas enfatizam alternativamente a absorção do progresso técnico e a forte acumulação de capital e de outros fatores de produção, particularmente quando permitida pela elevada poupança interna, para explicar esses processos de convergência. Destacam particularmente que a falta de intermediação financeira adequada e as expectativas empresariais pessimistas, deprimidas pelo longo período de instabilidade macroeconômica, podem consolidar trajetórias de "estabilidade com estagnação" nas economias latino-americanas (Fanelli, Frenkel e Taylor, 1992).

Para evitar essas trajetórias defendem a necessidade de uma visão estratégica de longo prazo, nas linhas propostas pela visão da Coordenação, que procure elevar a poupança e o investimento nos países latino-americanos, expressa nas

suas propostas de reformas do Estado, dos regimes de comércio exterior e dos sistemas financeiros nacionais. Destacam, entre as políticas para alcançar esse objetivo, a importância do crescimento sustentado para elevar a poupança nacional, a necessidade de evitar os efeitos negativos de prematuras aberturas comerciais e, especialmente, financeiras, e o papel central dos fatores institucionais nos determinantes do investimento (Fanelli, Frenkel e Taylor, 1992).[291]

A reforma do Estado deve torná-lo institucionalmente forte e economicamente eficiente, ao mesmo tempo que deve procurar torná-lo mais aberto e participativo.[292] Ao contrário dos economistas do CW, que defendem a redução do tamanho e do papel do Estado na economia para criar espaço para as reformas fiscais neoliberais, postulam que o Estado deve recuperar a capacidade de coordenação e de promoção de políticas para perseguir políticas industriais, financeiras e comerciais estratégicas, a exemplo dos países do Leste Asiático.[293]

Para dotá-lo dos meios para perseguir as políticas estratégicas, propõem elevar a carga fiscal, por meio de uma reforma tributária,[294] e melhorar a alocação dos gastos públicos, conferindo prioridade aos investimentos públicos em infra-estrutura e capital humano, ao combate à pobreza e à revisão da política de incentivos e subsídios, reduzindo o seu montante e aumentando a transparência e a condicionalidade das concessões. Pelo lado dos gastos, concordam com a necessidade de uma reforma da previdência social, mas os ganhos fiscais no curto prazo são dúbios.

---

291 Três idéias centrais dos neo-estruturalistas são posteriormente referendadas por uma das instituições promotoras do CW, o BID: primeiro que o alto crescimento explica uma maior poupança e não vice-versa; segundo, que as aberturas comerciais e financeiras têm efeitos negativos sobre a formação da poupança interna; e, terceiro, que os fatores institucionais presentes nos sistemas financeiros nacionais também são decisivos nessa formação. Ver Gavin, Hausmann e Talvi (1997).

292 Essa não é uma questão meramente retórica. A lógica da estabilização, na visão do CW, é altamente concentradora do poder político e exige uma marcha à ré no processo de democratização substantivo na América Latina, reduzindo justamente o poder dos segmentos mais organizados das classes populares.

293 Uma das lições cruciais do planejamento no Leste Asiático é que os sinais emanados dos preços não são suficientes para coordenar as decisões de investimento na presença de economias de escala, externalidades, assimetria nas informações e incerteza. Os sinais de preços devem orientar a produção, mas a alocação dos investimentos para a construção das vantagens comparativas dinâmicas requer alguma forma de intervenção estatal.

294 Fanelli, Frenkel e Rozenwurcel (1990) defendem uma reforma tributária para garantir uma elevada elasticidade-renda da economia e evitar o ressurgimento da crise fiscal pós-estabilização. Os principais pontos dessa reforma são: melhorar e aparelhar a Receita Federal para combater a sonegação; eliminar ou reduzir os impostos temporários; eliminar impostos desnecessários e múltiplas alíquotas; reestruturar o sistema de incentivos e subsídios fiscais; e aumentar a participação dos impostos diretos sobre a renda e o patrimônio.

Cabe destacar que, no debate sobre o Estado, há gradualmente uma convergência a respeito do seu papel e das reformas necessárias entre os economistas do CW e vários de seus críticos.[295] As teses históricas centrais dos estruturalistas latino-americanos, que o protecionismo e a intervenção estatal podem levar ao desenvolvimento econômico-social, associando a abertura comercial com um processo de desindustrialização, passam a ser crescentemente qualificadas pelos neo-estruturalistas. O protecionismo e a intervenção estatal, num meio político-social marcado pelo patrimonialismo e clientelismo, não possui as virtudes propugnadas por seus defensores históricos. Reconhece-se que a falta de concorrência internacional gera rendas monopólicas estáveis e permanentes sob o protecionismo generalizado, permitindo a reprodução da ineficiência.[296]

Cada vez mais, entre os partidários da visão da Coordenação, pugnam duas concepções sobre o novo papel do Estado na América Latina. A primeira, residual e mais desconfiada do mercado, postula que de certa forma é possível voltar ao modelo anterior de gestão estatal com algumas modificações modernizadoras necessárias. A segunda, que se torna lentamente dominante, reconhece a necessidade de construir um novo marco sócio-institucional adaptado às novas condições históricas – a globalização -, profundamente distintas daquelas vigentes na substituição de importações, demandando a perseguição de estratégias complementares pelo Estado e Mercados. Essa última concepção enfatiza a necessidade das políticas públicas identificarem as novas tendências econômicas e políticas mundiais e as oportunidades abertas pelo novo paradigma tecnológico e organizacional, respeitadas as condições internas iniciais em cada país. Particularmente, as novas tecnologias apontam para a diversidade e a descentralização dos padrões de produção e consumo, ao invés da massificação e centralização da Segunda Revolução Industrial. Essas tendências e oportunidades devem servir para definir o espaço do viável na esfera sócio-institucional (Perez, 1996).

Crescentemente, os temas das privatizações e das reformas profundas da previdência social e das administrações públicas (federais, estaduais e municipais) passam a freqüentar as propostas neo-estruturalistas na Argentina e no Brasil, uma conseqüência da magnitude elevada do ajuste fiscal

---

295 No Brasil, a percepção de que perde-se a capacidade estatal de formular e implementar políticas na década de 80 marca fortemente as recomendações de reforma do Estado dos neo-estruturalistas da PUC-RJ. Ver Werneck (1993).

296 Um dos marcos nesse processo de convergência sobre o papel do Estado é a decisão dos neo-estruturalistas chilenos, que assumem o poder numa transição política difícil e incompleta, em dar prioridade quase absoluta à estabilidade. Na prática, esta decisão implica aceitar um lento gradualismo na elevação dos gastos sociais e de outros gastos relacionados ao desenvolvimento, limitando o papel reestruturante do Estado.

julgado necessário para a estabilização com crescimento nos seus exercícios de crescimento.[297]

Vários neo-estruturalistas são inicialmente céptícos quanto aos efeitos da privatização das empresas públicas, a solução preferencial do CW, na taxa de investimentos agregada. Quando efetivadas, preferem que as receitas sejam aplicadas em novos investimentos públicos ao invés do pagamento da dívida interna, para assegurar o momento do crescimento durante a estabilização. Porém, na questão da gestão e da propriedade das empresas estatais no âmbito do novo paradigma tecnológico, há uma crescente convergência entre os economistas do CW e a maioria dos seus críticos quanto a favorecer uma forte redução do papel do Estado no setor produtivo, por meio das privatizações. Não há dúvida de que a pregação neoliberal, associando a forte presença estatal nas atividades empresariais com o arbítrio, a corrupção e o desestímulo à necessária reorganização tecno-econômica dessas empresas encontra crescente acolhida não só entre a opinião pública, mas entre vários críticos do CW.[298]

A necessidade de mudança no regime de comércio exterior é outro ponto da agenda de reformas sobre o qual há maior convergência. Há convicção da superioridade da orientação "para fora", com a finalidade de conquista dos mercados externos, na estratégia de desenvolvimento. Porém, permanecem diferenças substantivas entre as recomendações de política: o CW enfatiza as medidas de liberalização e desregulação do comércio exterior e os neo-estruturalistas instrumentos mais ativos de política comercial tomando-se por base um Estado reconstruído.

Para os neo-estruturalistas que compartilham da visão da Coordenação, a liberalização comercial não pode estar dissociada do objetivo estratégico de superar de maneira permanente a restrição externa e nem conspirar contra o objetivo prioritário de manter a estabilização. Consideram que a liberalização comercial recomendada pelo CW não incorpora nenhuma das lições históricas sobre os padrões de comércio dos países em desenvolvimento e tampouco suas experiências para internalizar o aprendizado tecnológico, obter economias de escala e outras externalidades positivas, e promover a coordenação entre os agentes. Para promover as exportações, preferem as políticas comerciais estratégicas, freqüentes no Leste Asiático e fortemente desaconselhadas pelos

---

297 Os exercícios sobre as necessidades de poupança e investimento para restaurar o crescimento encontram-se em Chisari, Fanelli, Frenkel e Rozenwurcel (1993) e Carneiro e Werneck (1993b) para a Argentina e o Brasil, respectivamente.

298 Por exemplo, Frenkel (1995) concorda que as privatizações podem ser um instrumento auxiliar importante no fechamento do hiato fiscal, desde que orientadas particularmente para reduzir a dívida pública, revisando sua posição anterior, favorável ao seu emprego em investimentos públicos.

economistas do CW.[299] O fortalecimento dos processos de integração regional deve ser um componente adicional dessas políticas na América Latina.[300] Quanto à liberalização das importações, deve ser gradual e seletiva, desonerando mais intensamente as importações de insumos e bens de capital. Contestam a expectativa dos economistas do CW de obter ganhos consideráveis de produtividade e participação nos mercados internacionais com a simples liberalização das importações, argumentando com a maior importância do conceito de "eficiência produtiva" perante o de "eficiência alocativa".

A "eficiência produtiva" refere-se ao uso eficiente dos recursos dentro das firmas e das indústrias, ao passo que a "eficiência alocativa" denomina a otimização econômica dos insumos e do produto total da economia. O essencial na concorrência internacional é a "eficiência produtiva", que depende da história da cada país (sendo *path-dependent*), variando conforme a natureza da inserção internacional, as conexões geopolíticas, o tamanho do mercado interno, a relação indústria-finanças, a dotação de recursos, as estruturas de propriedade das empresas e dos mercado relevantes etc.[301]

O principal ponto da argumentação é que a "eficiência produtiva" depende em boa medida das políticas de intervenção do Estado, especialmente da qualidade da tecnoburocracia no caso dos países do Leste asiático.[302] A simples liberalização das importações não eleva à "eficiência produtiva". Dessa maneira, não compartilham do grande otimismo dos economistas do CW sobre a rápida realocação dos recursos produtivos induzida pelo barateamento das importações, favorecendo as exportações. Essa linha de argumentação da visão da Coordenação sobre o novo papel do Estado, baseada no conceito de "eficiência produtiva", tem um desenvolvimento notável no início da década de 90, com a introdução do enfoque da competitividade estrutural ou sistêmica por vários especialistas latino-americanos em organização industrial (ver os elementos deste enfoque em Coutinho e Ferraz, 1994; Rosales, 1994 e Peres, 1994).

---

[299] Se a passividade tecnológica empresarial, típica da América Latina, deve ser abandonada, é necessária uma forte pressão para modificar substancialmente esse comportamento do empresariado local. Como a baixa produtividade generalizada convive com elevadas taxas de lucros, no final da década de 80, os argumentos mais fortes favoráveis à liberalização comercial regional apoiam-se no argumento de que provocam imediatamente essa maior pressão pela concorrência estrangeira, favorecendo prontamente os consumidores locais no tocante a preços e diversidade.

[300] Os economistas neo-estruturalistas chilenos, no entanto, são bastante pessimistas sobre as perspectivas de uma integração regional que não inclua os EUA, tendo uma clara preferência pela entrada do Chile no NAFTA em detrimento do MERCOSUL.

[301] O conceito de "eficiência produtiva" é introduzido no debate latino-americano por Hjalmarsson (1991), ao descrever o modelo de política industrial dos países escandinavos. Fanelli, Frenkel e Taylor (1992) o utilizam para criticar a abertura comercial passiva sugerida pelo *RDM 1991*.

[302] Nos países nórdicos, a pressão dos sindicatos foi determinante. Ver Hjalmarsson (1991).

Vários neo-estruturalistas criticam as liberalizações comerciais bruscas e radicais na América Latina entre 1985-93, em muitos casos na presença de um Estado passivo, contrariando as experiências dos países em desenvolvimento do Leste Asiático, que ilustram um processo de longo prazo e calibrado por um Estado ativo.[303] Agosín e Ffrench-Davis (1993), por exemplo, destacam que na experiência de abertura comercial do Leste Asiático primeiro a produção é orientada para os mercados internacionais e somente depois liberalizada.[304]

Resumindo as preocupações dos neo-estruturalistas críticos do CW, se o problema fundamental da política protecionista do passado foi a falta de concorrência, seletividade e cobrança de metas de desempenho em exportações, investimentos e P&D, gerando uma dependência continuada de recursos fiscais para manter determinado desempenho exportador, a liberalização comercial regional parece repousar na promoção de setores exportadores com vantagens comparativas estáticas, demanda internacional pouco dinâmica e não intensivos em P&D (Agosín e Ffrench-Davis, 1993). Dois problemas práticos relevantes não recebem tratamento adequado pelo CW: as diferentes respostas setoriais à abertura e a consistência entre a abertura e o equilíbrio em conta corrente (Fanelli e Frenkel, 1993).

Defendem que a liberalização comercial deve prescindir de instrumentos macroeconômicos que se choquem contra a lógica da estabilização, como uma política cambial agressiva ou a desoneração generalizada das exportações (que pode ter impactos fiscais consideráveis em vários países latino-americanos). Igualmente importante, não deve ser utilizada como instrumento de curto prazo nos programas de estabilização para impor uma maior disciplina na formação dos preços internos - por meio da redução drástica da proteção a setores produtores de bens e serviços, especialmente de consumo -, para evitar a formação de déficits comerciais substanciais, que acabam por influenciar negativamente as expectativas privadas sobre a sustentabilidade do próprio programa.

Há uma grande preocupação em não permitir o surgimento, no processo de estabilização, de novos desequilíbrios macroeconômicos intratáveis no médio prazo, em particular desequilíbrios na conta corrente. Não se cansam de

---

303 Em países ocidentais com aberturas comerciais recentes e ambiciosas (Espanha, Israel, Grécia e Chile), a estabilização assegura antes da abertura uma taxa de câmbio competitiva e o equilíbrio no balanço de pagamentos (Fanelli e Frenkel, 1993).

304 Exceto a extroversão comercial desequilibrada do Japão, as duas grandes aberturas comerciais, entre 1966-68 e 1987-89, são patrocinadas pela Comunidade Européia e pelos países em desenvolvimento do Leste Asiático, compartilhando de dois traços comuns: o relativo equilíbrio das participações das exportações e importações no comércio internacional e a importância crescente dos fluxos regionais no comércio total. Ver Vickery e Casadio (1996).

alertar que, nos casos de sucesso do Leste Asiático, não se registram episódios de valorização sustentada da taxa de câmbio real, ao contrário dos casos da Argentina e do México na década de 90. Reconhecendo que o regime cambial na fase de estabilização não pode ser de taxas de câmbio flutuantes, recomendam a adoção de um regime com taxas de câmbio fixas, porém ajustáveis, como o mais adequado.

A reforma dos sistemas financeiros nacionais é outro ponto de dissenso dos neo-estruturalistas com o CW. Descartam a liberalização financeira como uma fórmula adequada para aumentar a quantidade de crédito na economia. Pelo contrário, a experiência malfadada do Cone Sul mostra que a fragilidade financeira do sistema bancário é a contrapartida mais provável do *financial deepening*. Reconhecem que as dificuldades e os custos elevados para financiar o déficit fiscal permanecem no cenário pós-estabilização, daí a necessidade de financiamento externo para apoiar a estabilização e a recuperação dos investimentos públicos. Reconhecem também que a estabilização por si não resolve os problemas de intermediação financeira enfrentados pelo investimento produtivo. A experiência histórica da América Latina mostra que os bancos e os mercados de capitais privados nunca financiaram o investimento produtivo de forma significativa. Dadas as prováveis altas taxas de juros reais no pós-estabilização, sugerem apoiar o autofinanciamento das empresas e outras fontes não financeiras de financiamento neste período. No longo prazo, o recurso aos fundos públicos de investimento ou aos bancos de desenvolvimento estatais continua sendo necessário para gerar fluxos adequados de financiamento.

Os neo-estruturalistas têm uma divergência histórica substancial com os economistas do CW na questão da liberalização da conta capital. Manter o equilíbrio externo com uma relativa independência dos fluxos de capitais de curto prazo é sua fórmula preferida. A recomendação de alguns economistas do CW de promover uma liberalização financeira ampla, confiando no retorno dos capitais expatriados ou nos investimentos de carteira estrangeiros para resolver os problemas de financiamento interno e externo do crescimento, é vista como uma estratégia de alto risco pelos surtos especulativos que pode suscitar.[305] Por exemplo, o fenômeno da fuga de capitais privados nacionais na América Latina, na década de 80, encontra diagnóstico completamente diverso daquele oferecido no *RDM 1991*:

---

[305] Sublinhe-se que entre os destacados economistas do CW, vários sempre foram cautelosos sobre os efeitos da liberalização financeira. As reformas liberalizantes, segundo esses economistas, devem seguir a seguinte ordem: a liberalização do mercado nacional de fatores deve preceder ou acompanhar a liberalização comercial; a liberalização comercial e a liberalização dos mercados nacionais de capitais devem preceder à liberalização da conta capital.

> Como quer que seja definida ou medida, a fuga de capital é, acima de tudo, um sintoma de má administração macroeconômica - agravada, em muitos casos, por instabilidade política. (Banco Mundial, 1991: 141)

Segundo os neo-estruturalistas, na hipótese julgada mais provável, a permanência de uma conjuntura financeira internacional que raciona o acesso dos países em desenvolvimento aos mercados internacionais de créditos, a liberalização financeira pode resultar num incentivo adicional à fuga dos capitais privados (são os países da região com menores controles cambiais os que registram historicamente as maiores fugas de capitais na década de 80). Lembram que o Banco Mundial convenientemente omite o apoio das instituições multilaterais de Washington às desastrosas experiências radicais de liberalizações comercial e financeira nos países do Cone Sul no final da década de 70, principais responsáveis pelas fugas de capital nesses países entre 1979-82 (Fanelli, Frenkel e Taylor, 1992; Fanelli e Frenkel, 1993). Além disso, as fugas de capitais refletem as mudanças das preferências na composição das carteiras dos investidores privados, estimuladas e viabilizadas pelo racionamento do crédito externo e pela própria globalização financeira, sendo de difícil reversão.

Conforme já destacado no Capítulo 5, a mudança na conjuntura financeira internacional, no início da década de 90, traz problemas substanciais à visão da Coordenação na questão da reforma do sistema financeiro interno, especialmente pela oportunidade de ganhos de arbitragem fabulosos no curto prazo de todos os agentes com acessos privilegiados aos mercados financeiros internacional e nacional, o que acaba por soldar uma aliança do grande empresariado em favor da estratégia neoliberal de abertura ampla das economias regionais.

No caso do Chile, os neo-estruturalistas no governo tratam de assegurar a sustentabilidade financeira externa de longo prazo por meio da virtual imposição de um limite superior para o déficit em conta corrente (igual ao ingresso de capitais de longo prazo julgado sustentável).[306] Com um sistema de mudanças periódicas das cotações centrais de um regime de bandas cambiais largas, procuram manter uma certa taxa de câmbio real, determinada num processo de tentativa e erro, valendo-se de controles aos movimentos de capitais de curto prazo (Frenkel, 1995).

Os neo-estruturalistas da Cepal, em especial, destacam que o retorno dos fluxos de capitais privados para a América Latina remove a restrição externa

---

[306] Economistas do *mainstream* também defendem o controle dos déficits em conta corrente para evitar os problemas causados pela acumulação do estoque de dívida externa. Sugerem limitar essa acumulação a intervalos prudentes. As regras empíricas *ad hoc* mais aceitas sobre a relação da dívida externa com outras variáveis são as formuladas pelo BM, em que as proporções críticas, que indicam levada probabilidade de crises financeiras (*defaults*), não devem ultrapassar 220% para o indicador dívida/exportações e 80% para dívida/PIB.

dominante que deprime o investimento e o crescimento regionais. Este retorno pode propiciar efeitos positivos sobre a acumulação de capital,[307] mas também podem haver efeitos colaterais indesejados sobre as taxas de câmbio, as ofertas monetárias e os passivos externos, podendo resultar, paradoxalmente, numa maior vulnerabilidade diante dos choques externos (Titelman e Uthoff, 1994; Devlin, Ffrench-Davis e Griffith-Jones, 1995).

As preocupações principais desses economistas são desenvolver opções de política econômica que evitem a tendência à valorização das taxas de câmbio que, por sua vez, pode conduzir a uma intensa penetração das importações, a crescentes desequilíbrios na balança comercial e à preponderância dos fluxos de curto prazo na entrada de fluxos externos. Diante da nova conjuntura internacional há três opções de políticas para o banco central (Titelman e Uthoff, 1994; Devlin, Ffrench-Davis e Griffith-Jones, 1995):

- Na primeira, intervenções sem esterilização, o banco central acumula reservas para manter as taxas de câmbio nominais e tem uma política monetária passiva. É necessária uma rápida convergência das taxas internas de juros e de inflação para as taxas internacionais para manter a confiança dos agentes na manutenção da taxa de câmbio. Julgam ser uma estratégia de alto risco pela possibilidade de acidentes de percurso e pelo acentuado *trade-off* entre estabilidade e competitividade. A Argentina, após o Plano de Conversibilidade, é o país representativo dessa opção.

- Na segunda, intervenções esterilizadoras tentam isolar a oferta monetária dos fluxos de entrada para controlar o gasto interno e evitar a valorização cambial. O custo fiscal dessa opção pode ser elevado, se os diferenciais das taxas de juros internas em relação às internacionais são grandes. A flexibilidade fiscal tem que ser significativa para evitar sobrecarregar as políticas monetária e cambial. Outras intervenções públicas costumam acompanhá-la: aumentar a demanda por divisas no mercado cambial (liberalização das importações e de outras transações internacionais antes reprimidas) e controlar o gasto interno por meio de políticas creditícia, fiscal e de rendas.

- Na terceira são os controles às entradas julgadas excessivas, que se choca com a própria liberalização financeira recente e pode encontrar forte oposição interna do grande empresariado.

Resumindo a experiência chilena, que julgam a mais recomendada para a região, Devlin, Ffrench-Davis e Griffith-Jones (1995) afirmam que o Chile pratica as políticas nos três níveis para não permitir uma excessiva valorização

---

307 Na prática, verifica-se o deslocamento da poupança interna pela externa, com um aumento do investimento total menor do que a elevação da poupança externa. Ver Titelman e Uthoff (1994).

cambial. Enfatizam que toda a cautela deve ser tomada nas políticas macroeconômicas para torná-las sustentáveis e, em particular, deve-se promover uma liberalização lenta e gradual dos movimentos de capital em resposta à globalização financeira (nos países desenvolvidos europeus essa liberalização arrasta-se por mais de quinze anos após 1973). O grande desafio é canalizar os recursos externos para investimentos produtivos, o que depende essencialmente da qualidade da interface do sistema financeiro nacional com o setor produtivo, evitando que o novo endividamento externo seja orientado para as aplicações financeiras eminentemente especulativas, provocando flutuações excessivas nos mercados de valores e de câmbio, repetindo a malfadada experiência dos *Chicago boys*.[308]

Quanto à economia política das reformas estruturais, os neo-estruturalistas condenam a sugestão dos economistas do CW de implementar reformas abrangentes e irreversíveis como parte de uma terapia de choque para elevar a credibilidade do governo. As experiências do Chile e do México na implementação das reformas demonstram que os custos sociais podem ser muito elevados, medidos em termos de redução do consumo *per capita*, desemprego, queda dos salários reais e cortes nos gastos sociais. Os perdedores dificilmente podem ser compensados, mas o CW destaca que há novos vencedores, gerando apoios políticos às transformações rápidas e profundas. Fanelli e Frenkel (1993), em particular, sublinham que os novos *vested interests*, em especial aqueles que apoiam a rápida expansão da intermediação financeira, são menosprezados pelos economistas do CW, ocupados no processo de desarticulação dos velhos, não sendo dada atenção aos efeitos dinâmicos da maior concentração da propriedade, das novas situações monopólicas e da especulação financeira associados às reformas.

A cautela justifica-se pela possibilidade dos efeitos das reformas sobre as variáveis essenciais à estabilidade macroeconômica tornarem-se insustentáveis, especialmente a valorização da taxa de câmbio, os desequilíbrios externos e os custos fiscais dos fracassos, que reintroduzem cenários macroeconômicos com recessão e desemprego.[309] Além disso, a "coragem política" para realizá-las quase sempre significa aceitar um maior grau de restrição das liberdades democráticas recém conquistadas.

---

308 Sobre os *Chicago boys* no Chile, ver Barber (1995).

309 Minimizar os riscos de fracassos é uma preocupação permanente dos neo-estruturalistas, que têm em mente os elevados custos fiscais e sociais das experiências do Cone Sul em 1979-82. Essa preocupação é plenamente justificada: os elevadíssimos custos das rápidas liberalizações na década de 90 reaparecem imediatamente após a crise do México. Ver Fanelli e Frenkel (1993).

6.3 A Instabilidade Macroeconômica na América Latina – O Exame Neo-Estruturalista dos Casos Nacionais da Argentina, Chile e México[310]

Argentina

A Argentina é um dos exemplos regionais do enorme cansaço imposto à população pela experiência da hiperinflação, quase sempre um longo processo de deterioração simultânea dos padrões fiscal, monetário e de financiamento externo, exigindo reformas monetárias drásticas, usualmente acompanhadas de redução das dívidas públicas interna e/ou externa (Tavares, 1994b).

Chisari, Fanelli, Frenkel e Rozenwurcel (1993), baseando-se nos trabalhos anteriores do CEDES, vários deles acima citados, descrevem a natureza fiscal da crise externa argentina: a carga de juros sobre os estoques acumulados da dívida pública, externa e interna, em condições de racionamento do financiamento externo, o principal legado da crise financeira resultante do fracasso do experimento neoliberal de estabilização do ministro Martínez de Hoz (1978-81), pioram significativamente as condições de financiamento da economia argentina.[311]

Impossibilitado de resolver os dois aspectos centrais do problema da transferência de recursos ao exterior entre 1981-83 (o externo, por meio da geração de um superávit comercial que elimine o déficit em conta corrente, e o interno, por meio da geração de recursos fiscais ou colocação de dívida interna para cobrir a parte de seu desequilíbrio orçamentário não financiada com recursos externos), o governo militar promove os que os autores denominam um "ajuste caótico" da economia, que eleva drasticamente a inflação, causa uma profunda recessão, reduz substancialmente os investimentos públicos e privados, aumenta o desequilíbrio fiscal e gera um clima de aguda incerteza na economia, legando dilemas agudos para a condução da política econômica no governo Alfonsín (1984-89).

Os dois principais dilemas permanecem presentes e estão na raiz do fracasso dos planos de estabilização na década de 80: como administrar a taxa de câmbio para fechar o hiato externo e como financiar o desequilíbrio fiscal. A resposta do setor exportador argentino é pouco dinâmica (em 1982, 76% da pauta exportadora é constituída de produtos primários) e o setor público não

---

310 Entre os economistas da UNICAMP, Maria da Conceição Tavares analisa com maior atenção o ajuste dos demais países latino-americanos (Argentina, Chile e México). Nota-se uma forte influência dos estudos dos casos nacionais pelos neo-estruturalistas na sua análise, razão pela qual se opta por sua inclusão neste item, destacando-se a sua contribuição original. Ver Tavares (1993a).

311 Note-se que, ao contrário da brasileira, a dívida externa argentina não é o resultado do financiamento de investimentos produtivos, mas da fuga de capitais até a crise de 1981. O serviço líquido das dívidas interna e externa (ajustado pela inflação) excede 4% do PIB entre 1981-84.

consegue reduzir os gastos ou elevar as receitas para pagar os encargos financeiros do seu maior endividamento, o que ocasiona um crescimento explosivo do estoque de dívidas públicas.

Sem resolver os desequilíbrios externo e fiscal, a dinâmica de curto prazo da economia argentina é potencializada pelos regimes de alta inflação e fragilidade financeira, que têm leis próprias de funcionamento, jogam papéis específicos nos mercados de bens, de trabalho e financeiros, e impõem restrições adicionais à política de estabilização, conforme mostrado anteriormente. Torna-se extremamente difícil, nesse ambiente macroeconômico, realizar o ajuste fiscal.

Chisari, Fanelli, Frenkel e Rozenwurcel (1993) destacam que as tentativas de ajuste fiscal acabam por reduzir drasticamente o investimento público e derrubar a taxa de crescimento da economia, dada a alta complementaridade entre investimentos públicos e privados na economia argentina. Como no caso brasileiro, que será visto mais tarde neste Capítulo, nota-se nas medidas agregadas de poupança pública, privada e externa (os três hiatos), uma forte deterioração da poupança pública e, em menor escala, da poupança externa, e um forte aumento da poupança privada em preços correntes. Estes resultados devem-se à aceleração da inflação, aos impactos desta aceleração nos preços relativos (atraso dos preços públicos e erosão das receitas tributárias) e à falta de apoio externo, no período de forte instabilidade macroeconômica que segue ao fracasso do Plano Austral (1987-89). Em suma, as maiores transferências internas de recursos do setor privado para o setor público são intermediadas com imensas dificuldades pelo setor financeiro doméstico, devido à alta inflação e à pronunciada desintermediação financeira, originando as fortes tensões que estão na raiz da instabilidade da economia argentina.

Utilizando um modelo de três hiatos, realizam simulações que permitem mostrar as dificuldades e alternativas para recuperar uma taxa de crescimento razoável (4% ao ano).[312] Esta meta exige a elevação da taxa de investimentos, que está abaixo de 10% do PIB em 1991, para mais de 22%. Dada a forte complementaridade detectada pelos autores entre os investimentos públicos e privados, isso demanda a necessidade de elevar substancialmente os investimentos públicos.[313] Na ausência de maior financiamento, externo ou interno, torna-se necessário gerar um superávit primário em torno de 8% do PIB. Adicionalmente, o déficit em conta corrente permanece acima de 4% do PIB no período do exercício.

---

[312] O modelo é desenvolvido para um projeto WIDER sobre as perspectivas de crescimento no médio prazo de vários países em desenvolvimento. Ver Taylor (1993a).

[313] Note-se que no modelo de três hiatos, quanto maior a complementaridade entre investimentos públicos e privados (maior k*), mais fraca é, *ceteris paribus*, a restrição fiscal.

Para atingir esses pré-requisitos do modelo, são necessárias profundas reformas no setor público, reduzindo drasticamente as despesas de custeio (pessoal, previdência social etc.), e a elevação dos impostos. As privatizações podem ser uma opção para fechar os hiatos fiscal e externo. Medidas adicionais são sugeridas para promover uma maior eficiência da economia (no modelo, a redução da proporção capital-produto), para atrair investimentos estrangeiros e para reorganizar o sistema financeiro interno, permitindo um maior financiamento do setor público sem pressionar as taxas de juros.

Frenkel (1997) examina a experiência ortodoxa argentina, entre março de 1990 e março de 1991, que segue aos dois episódios hiperinflacionários em 1989-90, para demonstrar a ineficácia da proposta de âncora monetária em regimes de alta inflação. Quando a economia nacional encontra-se fortemente desmonetizada, medidas de choque nos fundamentos econômicos podem, num primeiro momento, deter a fuga de capitais e a desvalorização da moeda nacional que levam à hiperinflação. Porém, a política monetária altamente restritiva não permite reduzir a inflação para níveis suficientemente baixos e estáveis. O excesso de demanda por moeda nacional, provocado pela política monetária, leva à valorização excessiva da taxa de câmbio real e a um novo desequilíbrio macroeconômico, outra vez no mercado de câmbio. No caso argentino, o reaparecimento do desequilíbrio cambial leva rapidamente a uma nova corrida bancária e a uma nova maxidesvalorização, no início de 1991. A inflação acelera novamente, causando uma forte crise de governabilidade e viabilizando a adoção do Plano de Conversibilidade em abril de 1991.[314]

Tavares (1994b) analisa a breve experiência do Plano de Conversibilidade, que estabelece regras monetária e cambial muito próximas a de um conselho da moeda (*currency board*).[315] A entrada de recursos externos reflete-se em aumento nos depósitos bancários em vez de elevação da dívida pública, não se verificando a esterilização dessas entradas por um banco central "independente". A conseqüente elevação da liquidez interna derruba as taxas de juros. A restauração dos mecanismos internos de crédito eleva o consumo e a demanda interna. Os bens comerciáveis têm seu o processo de formação de preços controlado pela abertura comercial prévia. No entanto, os preços dos bens não-comerciáveis demoram a convergir para níveis mais baixos de inflação: abre-se uma grande discrepância entre as medidas de inflação corrente pelo IPA e pelo IPC e, consequentemente, da valorização da taxa de câmbio real segundo o deflator utilizado.

---

314 A tese de Frenkel de que a âncora monetária se revela uma opção ineficaz é reforçada pelo exame, no mesmo artigo, do fracasso de tentativa semelhante de estabilização no Peru em 1990. Ver Frenkel (1997).

315 Uma resenha da discussão sobre a conveniência da adoção de *currency boards* nos programas de estabilização para os países com regimes de alta inflação, particularmente para o Brasil, encontra-se no Capítulo 8.

Quanto ao ajuste fiscal em curso, Tavares destaca que há três diferenças importantes frente às experiências chilena e mexicana: 1) os ajustes fiscal e patrimonial anteriores não têm a mesma extensão; 2) o setor público não tem a capacidade de gerar excedentes parafiscais com base em recursos naturais; 3) a sua capacidade de endividamento, interna e externa, é menor; na verdade, a opção pelo *currency board* significa que a consolidação fiscal deve se realizar sem a emissão de nova dívida pública interna. No entanto, fatores favoráveis como a retomada do crescimento, a liberação das tarifas públicas, o combate à sonegação, as menores taxas de juros internacionais e a reestruturação anterior da dívida interna em 1990, permitem um ajuste fiscal temporário que desencadeia uma reversão completa das expectativas dos agentes privados, que passam a apoiar o Plano entusiasticamente.

Meller (1992) também destaca que o programa argentino de 1991 é em parte ortodoxo e em parte heterodoxo. Os componentes ortodoxos são a Lei da Conversibilidade, o ajuste fiscal e as reformas estruturais. Os componentes heterodoxos são a reestruturação forçada dos vencimentos da dívida pública interna, as mudanças nas taxas de juros que remuneram esta dívida (gerando uma economia no serviço da dívida interna de 4,8% do PIB em 1990), a desindexação e a reestruturação do aparelho de Estado (especialmente do setor arrecadador de impostos).

Tavares (1993a) sublinha que as razões do sucesso do Plano de Conversibilidade constituem também a sua debilidade: a taxa de câmbio fixa aprecia fortemente com a falta de convergência dos índices de preços e o *boom* de consumo interno reverte o superávit comercial inicial. A Argentina, ao contrário do Chile e do México, não diversifica as suas exportações e nem cria novos setores exportadores. As exportações dependem principalmente do desempenho externo do seu poderoso segmento de *agribusiness*, condicionadas pelas negociações no âmbito do Mercosul e do GATT para a abertura de novos mercados.

Alerta, profeticamente, que a taxa de câmbio fixa pode tornar um eventual ajustamento do balanço de pagamentos extremamente penoso, uma vez que requer a deflação dos preços internos.[316] Neste caso, a recessão interna necessária para alcançar a deflação possivelmente prejudicará o ajuste fiscal alcançado.

Chile

316 Deve-se lembrar que a Argentina continua sendo um país em que produtos da cesta básica urbana são exportados, tornando os efeitos de uma eventual desvalorização fortemente inflacionários e recessivos. Esses efeitos negativos são potencializados pelo endividamento externo dos principais agentes.

As especificidades do ajuste chileno, algumas já destacadas no capítulo anterior por Meller (1990b), são o regime autoritário, a adoção precoce das reformas liberais (1974-81), um menor desequilíbrio fiscal inicial, um ajuste fiscal concentrado nos gastos de custeio, transferências e subsídios (1982-85), as privatizações, a propriedade estatal do setor exportador tradicional (cobre), que ainda responde por cerca de 48% das exportações chilenas em 1988 e, particularmente, o apoio estratégico das instituições multilaterais entre 1982-86 (Fanelli, Frenkel e Rozenwurcel, 1993; Tavares, 1993a; e Amadeo, 1993).

A recuperação internacional dos preços do cobre, na segunda metade da década de 80, gera um excedente parafiscal em dólares que, em pesos, é multiplicado pelas desvalorizações reais de 1985-87. Em 1987, esse excedente passa a se somar às receitas da segunda onda de privatizações e, junto com medidas tradicionais de contenção dos gastos, produz um pequeno superávit fiscal. Ressalte-se que o Chile corta de forma selvagem os gastos públicos de custeio, mas eleva de forma compensatória os investimentos públicos, principalmente entre 1984-86, período em que o investimento privado se encontra muito deprimido.

A política cambial ativa pós-1982 estimula as exportações não tradicionais e eleva a proteção efetiva às atividades internas, em conjunto com os estímulos provenientes dos investimentos públicos, viabilizando a forte retomada dos investimentos privados a partir de 1987.[317] O rápido crescimento das exportações não tradicionais compensa a menor entrada de capitais privados, uma vez encerradas as privatizações, permitindo uma discreta acumulação de reservas em 1987-88.[318] Em 1989, a economia chilena pode se considerar ajustada: a inflação está abaixo dos 20% anuais e a melhora das expectativas privadas, internas e externas, acelera os investimentos privados e o crescimento, permitindo superar dinamicamente as restrições fiscal e externa. Nas palavras de Tavares:

> Uma economia só pode considerar-se ajustada, do ponto de vista fiscal, quando o padrão de financiamento e de gestão do setor público ganha autonomia suficiente para absorver as flutuações do balanço de pagamentos sem solapar o equilíbrio fiscal. Vale dizer, quando a cada novo desequilíbrio temporário do balanço de pagamentos não se faz necessário desvalorizar fortemente a moeda, proceder a um aumento involuntário da dívida interna e externa que voltam a requerer um novo ajuste fiscal. Neste sentido, a única economia latino-americana que pode considerar-se ajustada é a chilena, porque boa parte da sua carga fiscal – a mais alta da América Latina – está concentrada em um setor exportador de propriedade estatal, no qual a poupança pública é gerada e

317 A partir de junho de 1982, o regime militar implementa uma política cambial ativa por meio de desvalorizações que irão atingir mais de 70% nominais nos próximos seis anos e desindexa os salários, num ambiente fortemente recessivo. Os salários reais perdem mais de 25% do seu poder aquisitivo até 1985 e permanecem estagnados em 1986-87. Ver Meller (1990b) e Amadeo (1993).

318 Tavares (1993a) destaca, na explicação do sucesso das exportações não tradicionais, o papel das políticas públicas nas reconversões agrícola e industrial e da fase expansiva do ciclo econômico mundial.

> apropriada em moeda nacional e estrangeira no interior do Estado e não tem de ser disputada por um processo de *crowding-out* interno e externo. (Tavares, 1993a: 77)

Destaque-se que os economistas neo-estruturalistas são extremamente críticos dos custos sociais do ajustamento chileno, particularmente da "estatização" da dívida externa, do salvamento do sistema financeiro e outras empresas privadas, da queda dos salários reais[319], do desemprego, dos cortes nos gastos *per capita* em educação, saúde e habitação, e dos subsídios implícitos nas privatizações (Meller, 1990b e Amadeo, 1993). Mais recentemente, são enfatizados os pesados danos ao meio ambiente associados à falta de regulação estatal num modelo exportador de recursos naturais brutos ou semiprocessados.[320]

Uma dificuldade relevante para os economistas críticos ao CW, cujos compromissos democráticos estão expressos em propostas consensuais de superação da crise, é que se torna difícil separar, no exame do exemplo chileno, os custos sociais, associados ao regime político, do processo de formação de expectativas privadas mais otimistas na segunda década de 80. É inegável que a demonstração de coerência ideológica e poder político na implementação de políticas antipopulares, socialização dos prejuízos e incentivos a determinados setores tem efeitos favoráveis na formação das expectativas empresariais privadas e nas suas decisões de investimento produtivo, efeitos que podem estar ausentes ou defasados temporalmente em experimentos democráticos.

México

O México, durante o sexênio do presidente De la Madrid (1983-88), registra significativos superávits fiscais primários (o déficit primário de 7,4% do PIB em 1982 converte-se num superávit de 7,5% em 1988) e liberaliza o seu regime de comércio exterior.[321] Nesse sexênio, os termos de troca da economia mexicana, altamente dependente das exportações de petróleo, deterioram-se em 30%. Particularmente, o antichoque nos preços do petróleo em 1986, obriga à implementação de uma nova rodada de política cambial ativa em 1986-87 (houve uma desvalorização real de 50% em 1982-83, mas o peso se valoriza em 1984-85), que empurra a inflação para além dos 150% anuais em 1987,

---

319 Essa opção preferencial encontra-se documentada em Ruiz (1994).

320 Ver Larraín (1996).

321 No México, a exemplo do Chile, o petróleo, principal produto de exportação em meados da década de 80 (55% das exportações totais em 1985), é de propriedade estatal, gerando rendas parafiscais ao Tesouro. No entanto, ao contrário do Chile, essas rendas são cadentes entre 1983-88, dada sua forte queda de preços no período. Destaque-se que há uma reforma fiscal em 1987, que eleva os impostos diretos e indiretos. No entanto, a exemplo do Chile, é o corte dos gastos de custeio que predomina no ajuste propriamente fiscal.

quando se implementam medidas heterodoxas de controle de salários e preços, conhecidas como Pacto de Solidariedade Econômica (PSE), complementares à ortodoxia monetária e fiscal.[322] Contudo, no final desse sexênio, o México continua aprisionado num círculo vicioso de queda da renda *per capita*, alta inflação (acima de 50% anuais), elevadas taxas de juros reais e déficit fiscal operacional, condições macroeconômicas que demandam novas rodadas de ajuste fiscal.[323] Os economistas neo-estruturalistas, em geral, salientam que a manutenção de um nível deprimido dos investimentos públicos está associada ao fraco desempenho macroeconômico neste sexênio.[324]

O próximo presidente, Salinas de Gortari (1989-94), toma quatro decisões cruciais em 1989, sinalizando a sua plena adesão ao CW: acelera as privatizações,[325] aprofunda as liberalizações comercial[326] e financeira (destacando-se, nesta última, a liberalização do regime para o IDE), renegocia a dívida externa mexicana pelo Plano Brady e anuncia, logo a seguir, que o México está disposto a assinar um amplo acordo de integração econômica com os Estados Unidos.[327]

Na nova conjuntura financeira internacional no início da década de 90, o México atrai capitais financeiros de curto prazo em busca do diferencial de rentabilidade garantido pela política monetária ativa. Em 1990, o governo mexicano reduz o ritmo das desvalorizações preanunciadas, aceitando a valorização da taxa de câmbio real verificada desde o final de 1987 e

---

322 Durante o PSE, a taxa de câmbio permanece fixa por algum tempo. Depois, é "flexibilizada" por meio de desvalorizações preanunciadas, o que não impede que a trajetória da taxa de câmbio real seja de valorização desde o final de 1987.

323 A fragilidade do ajuste fiscal alcançado pode ser percebida pela intensidade dos cortes nos gastos públicos em geral, uma situação dificilmente sustentável sem efeitos políticos corrosivos no médio prazo em sociedades altamente desiguais como as latino-americanas.

324 Amadeo (1993) é uma exceção: como há uma recuperação do investimento privado entre 1984-89 (como percentual do PIB), e o investimento público continua a cair neste período, afirma não hver correlação positiva entre o investimento público e privado no México. No entanto, segundo seus próprios dados, a grande queda do investimento total efetua-se entre 1981-83 (mais de treze pontos percentuais do PIB a preços constantes), quando desabam ambos. Além disso, a recuperação do investimento privado no México é muito mais modesta do que no Chile.

325 As receitas das privatizações são destinadas, em boa parte, a reduzir a dívida pública interna.

326 A promoção de exportações, por exigência dos EUA, limita-se a eximir os exportadores dos impostos de importação, eliminando-se os demais subsídios.

327 A influência da geopolítica não pode ser minimizada no caso do México. A vitória por estreita margem e possivelmente fraudulenta de Salinas de Gortari sobre o candidato nacionalista Cárdenas nas eleições de 1988 assusta o governo americano. Para evitar qualquer possibilidade de reversão das reformas econômicas, os EUA passam a apoiar mais efetivamente Salinas de Gortari, o que se reflete na rapidez com que são implementadas as duas últimas medidas listadas acima.

aprofundando a experiência com a âncora cambial para estabilizar mais rapidamente a economia mexicana.

Uma das características dessa experiência, destacada por Tavares (1993a), é que o México não esteriliza as entradas de capitais, permitindo uma redução gradual nas taxas de juros reais internas. Essa redução, somada à apreciação da taxa de câmbio real, influencia favoravelmente os custos e as expectativas dos agentes privados, sobretudo os que estão integrados ao NAFTA. Além disso, como as taxas de juros internacionais também estão em queda, diminuem significativamente as necessidades financeiras do setor público, outra influência positiva sobre as expectativas privadas. A inflação cede, tornando-se inferior a 20% anuais no final de 1991, e a economia mexicana cresce moderadamente, impulsionada por um *boom* de consumo privado.

Os neo-estruturalistas e vários economistas de diferentes escolas enfatizam que o problema mais evidente nessa estratégia de estabilização é o rápido crescimento do déficit em conta corrente. Este déficit, a contrapartida tanto das facilidades dadas ao crédito para consumo pela menor esterilização quanto da ausência de controles das entradas de capitais, é alimentado pela penetração das importações (que aumentam cerca de 50% entre 1990-92, depois de crescer mais de 90% entre 1988-89, os dois anos subsequentes à reforma do regime de comércio exterior em 1987), resultado tanto da liberalização comercial mais agressiva quanto da valorização cambial. As exportações, por seu lado, têm um desempenho dual: verifica-se a estagnação das exportações que não são geradas pelas *maquiladoras* (porém, com mudanças na composição da pauta pelo forte crescimento das exportações de manufaturados, principalmente dos produtos da automobilística) e o rápido crescimento das exportações das *maquiladoras* (graças ao dinamismo das plantas da eletro-eletrônica). No agregado, as exportações mexicanas crescem menos de 15% entre 1990-92.[328]

Tavares sublinha os desequilíbrios potenciais que podem surgir dessa situação:

> A questão que permanece é que não há equilíbrios macroeconômicos verdadeiros, e que o crescente déficit em conta corrente com as regras de apreciação contínua do peso mexicano ante o dólar representam uma ameaça permanente de crise cambial e fiscal, sempre que se tenha de recorrer novamente a alguma desvalorização mais forte acompanhada de uma alta importante na taxa de juros real nos mercados financeiros internos e internacionais. (Tavares, 1993a: 90; grifos no original)

Profeticamente, Tavares destaca que, na hipótese de uma interrupção ou redução acentuada das entradas de capitais externos, um novo ajuste

---

328 Uma análise do desempenho do setor externo mexicano neste período encontra-se em Cervantes González (1996).

convencional do balanço de pagamentos pode tornar explosivas as trajetórias das variáveis econômicas chaves:

> Assim, a política monetária dura, requerida por um novo ajuste monetário do balanço de pagamentos, obrigaria finalmente o Estado a um novo ajuste fiscal de proporções. Sem o guarda-chuva das privatizações, vale dizer, do ajuste patrimonial que já está praticamente terminado, um novo ajuste fiscal e uma política monetária ainda mais dura tenderiam novamente a paralisar a expansão econômica e a colocar em situação financeira precária as empresas privadas que apostaram na integração e no endividamento em dólares. (Tavares, 1993a: 91)

Tavares finaliza sua análise do caso mexicano destacando que os impactos regionais e no mercado de trabalho dessa modernização forçada são preocupantes. As taxas moderadas de crescimento real do PIB mexicano, sempre abaixo de 4% entre 1989-92, mostram que os novos setores exportadores não conseguem dinamizar a economia mexicana como um todo, levando a uma dualidade crescente (regional e social), com conseqüências políticas imprevisíveis.[329] Pode-se notar, na sua análise do caso mexicano, a preocupação com as conseqüências amplas da maior heterogeneidade estrutural, resultante de um dinamismo interno dependente inteiramente da qualidade de uma nova inserção internacional dirigida pelas forças de mercado, uma preocupação comum a vários neo-estruturalistas latino-americanos.

6.4 Os Neo-Estruturalistas da PUC-RJ e a Análise do Caso Brasileiro

Os neo-estruturalistas da PUC-RJ distinguem-se dos seus homólogos latino-americanos por não partilharem da visão da Coordenação, mas da visão do Mercado. Este fato não escapa da observação de duas cientistas políticas, estudiosas da participação dos economistas brasileiros no governo. Comentando as propostas dos técnicos ligados à PUC-RJ durante a elaboração do Cruzado, Sola (1988) observa que a intervenção estatal por eles julgada necessária e desejável na estabilização é a que amplia a esfera de mercado em relação à negociada ou administrada da economia, mas passiva no que se refere aos processos conflituosos de redistribuição de recursos reais na sociedade. Mais tarde, analisando as estratégias de inserção profissional dos economistas dos principais centros brasileiros de pós-graduação, outra cientista política conclui:

> Ainda em termos da diferenciação das estratégias profissionais, o pólo constituido pela EPGE e pela PUC-Rio pode ser denominado "privatista", não só pelo fato de os dois centros serem estabelecimentos de ensino privado, mas sobretudo por valorizarem teoricamente o papel do mercado no sistema econômico. Além disso, também por estabelecerem laços estreitos com empresas privadas, particularmente com os bancos, onde são consultores. (Loureiro, 1997: 76-77)

---

329 Os novos setores exportadores estão concentrados em Monterrey e na Fronteira Norte. A irrupção do conflito em Chiapas em 1994 confirma as preocupações da análise.

É inegável a importante contribuição da PUC-RJ à heterodoxia no enfrentamento com a ortodoxia durante o ajustamento promovido por Delfim Netto (1979-84), por meio da elaboração das teorias inercialistas da inflação (ver especialmente Arida e Lara Resende, 1984 e Lopes, 1986). Na formulação inicial dessas teorias, a inflação brasileira tem propriedades específicas e uma dinâmica própria, resistindo às pressões deflacionárias das políticas ortodoxas: há predominância da inércia inflacionária sobre as condições da demanda e oferta agregadas, dando prioridade à desindexação da economia no combate à inflação (Modiano, 1992). No entanto, ao final da década de 80, uma descrição breve e adequada do seu pensamento econômico em matéria de estabilização é que uma vez eliminado o componente inercial da inflação (por meio da desindexação generalizada e da coordenação das decisões de preços na fase imediata à da estabilização), perde-se qualquer especificidade ou dinâmica própria na problemática econômica brasileira. Os dois elementos que restam enfrentar, o conflito distributivo e o controle da expansão monetária (pela eliminação do déficit fiscal) são comuns a todas as economias capitalistas. Abraçado o diagnóstico monetário-fiscal da estabilização, suas divergências com as alas mais ortodoxas do *mainstream* resumem-se naquelas encontradas entre novos keynesianos e novos clássicos, especialmente na questão da rigidez de curto prazo dos preços, que tem importância decisiva na escolha das âncoras nominais da economia. Nas palavras do seu mais destacado macroeconomista:

> Quero crer que a necessidade de aliar políticas de supressão da inércia inflacionária às políticas de controle monetário-fiscal constitua, a esta altura, matéria mais ou menos consensual entre os economistas brasileiros, pelo menos num nível conceitual. (Bacha, 1988: 7)

A importância dos neo-estruturalistas da PUC-RJ entre os economistas brasileiros não decorre unicamente de suas contribuições acadêmicas. No final da década de 80, vários deles encontram-se alistados nos quadros do recém-fundado PSDB.[330]

No final da década de 80, a pergunta básica que tentam responder é como restaurar taxas de crescimento do PIB brasileiro próximas às históricas, vistas como necessárias para incorporar uma população economicamente ativa (PEA) que deve crescer a 3,5% ao ano na década de 90?[331] As respostas são dadas numa série de "exercícios de crescimento" empregando modelos de três hiatos (Carneiro e Werneck, 1990; 1993a e1993b)

---

[330] Em 1988, o PSDB realiza seu 1° Seminário de Estudos e o documento básico deste Seminário redigido, entre outros, por Edmar Bacha e Winston Fritsch da PUC-RJ, já condensa o pensamento econômico do grupo , descrito com maiores detalhes a seguir. Ver Jaguaribe *et al.* (1989).

[331] No período 1940-80, o crescimento do PIB brasileiro manteve-se acima de 7% ao ano e neste período a renda *per capita* quintuplicou.

Examinada a evidência empírica do ajuste brasileiro na década de 80, os autores dos "exercícios" verificam a concentração do peso do ajustamento no setor público entre 1979-85, com o conseqüente desaparecimento de sua capacidade de poupança e investimento. O investimento privado não demonstra vocação para preencher o vazio deixado pelo investimento público e a queda do investimento é dramática: de 24,2% do PIB entre 1974-79 para 16,4% em 1985 (em preços constantes). No restante da década de 80, exceto durante o Plano Cruzado, não há recuperação relevante da taxa de investimento, que permanece em torno de 17% do PIB. Para retornar às altas taxas de crescimento do passado, na ausência de fontes de financiamento externas e internas de longo prazo, tornam-se necessárias altas taxas de poupança interna para financiar o investimento em níveis pelo menos próximos aos de 1974-79, demandando uma substancial elevação da poupança do setor público, em função da complementaridade entre investimentos públicos e privados.[332]

Os resultados dos "exercícios" apresentado pelos autores têm como principais hipóteses de trabalho a complementaridade entre investimentos públicos e privados e a sensibilidade do investimento privado e dos fluxos de comércio exterior ao grau de utilização da capacidade produtiva (Carneiro e Werneck, 1993a e 1993b).

No modelo de simulação empregado, a poupança pública, dado o serviço da dívida externa, depende do "esforço fiscal", variável que resulta da soma da receita tributária (líquida de transferências e subsídios) com o resultado operacional do setor produtivo estatal, menos os gastos de consumo do governo e menos o serviço da dívida pública interna.[333] Essa variável depende positivamente do grau de utilização da capacidade produtiva. Por sua vez, a poupança privada também varia positivamente com o grau de utilização da capacidade produtiva e a poupança externa é o déficit em conta corrente.

A relação das poupanças pública, privada e externa com a taxa de crescimento potencial é dada por:

$g = (S^{pub} + S^{pri} + S^{ext})/k$, ou

---

[332] Há forte convicção dos autores sobre a falta de realismo de propostas alternativas. As tendências do investimento privados são consideradas de difícil modificação no curto prazo, dado o longo período de instabilidade econômica. Além disso, os setores da indústria que lideram o crescimento industrial entre 1980-87 são de propriedade estatal e o setor público é o tradicional fornecedor de créditos de longo prazo para o setor produtivo privado. Se há um sobreendividamento do setor público, como manter a sua expansão e fornecer os créditos de longo prazo ao setor privado sem um forte ajuste concentrado neste setor?

[333] Ver Carneiro e Werneck, 1993b.

$Spub = k.g - (S^{pri} + S^{ext})$

Na fórmula acima, as poupanças estão como proporção do PIB potencial, g é a taxa de crescimento do PIB potencial e k é a relação capital-produto.

Note-se que a poupança pública pode ser menor se a poupança externa aumentar, pela entrada de maior volume de capitais externos ou pela redução do serviço da dívida externa.[334] Carneiro e Werneck (1990) assumem que o cenário "realista" deve prever que não haverá contribuição significativa da poupança externa no financiamento do investimento. Cada vez mais, os interesses financeiros e empresariais internos evitam um confronto aberto com os EUA e a comunidade financeira internacional, o que implica aceitar uma redução limitada dos juros dentro das regras do Plano Brady.[335]

Por outro lado, admitem que há limites políticos ao ajuste fiscal possível. A carga fiscal líquida cai entre 1986-89, não havendo reduções nos pagamentos de juros, subsídios e outras transferências, principalmente devido às limitações impostas ao governo federal pela Constituição de 1988. Os gastos de consumo do governo também sobem substancialmente (mais de 6 pontos percentuais do PIB entre 1984-90), principalmente os dos Estados e Municípios, que ampliam rapidamente os empregos públicos.[336]

Nas simulações dos modelos de três hiatos, é fato bem sabido que os valores dos parâmetros podem originar trajetórias diversas. Nos "exercícios" são assumidos uma relação incremental capital-produto de 3,5, uma relação de complementaridade entre investimento público e privado de 1 e um coeficiente de resposta do investimento privado ao grau de utilização da capacidade produtiva de 0,2. Todos os três parâmetros podem ser elevados por maior eficiência econômica e uma estabilização bem-sucedida. Dada a lógica do modelo, quanto maior o primeiro e menores os dois últimos, maior o esforço fiscal exigido.[337]

---

334 A poupança externa, que havia sido de 5,8% do PIB em 1982, torna-se próxima a zero em 1989-90 (tendo sido negativa em 1988, o ano das reconversões).

335 Esses interesses temem que os confrontos e as moratórias ameacem as exportações, pelo corte das linhas privadas de crédito e possíveis retaliações comerciais, e bloqueiem créditos oficiais e multilaterais.

336 A hipótese discutível dos economistas da PUC-RJ é de que a ampliação dos empregos públicos nessas esferas de governo obedece a uma lógica eminentemente clientelista, e não à extensão quantitativa dos serviços públicos reclamados pela cidadania. Na verdade, em geral desprezam os gastos públicos como necessários para assegurar coesão social numa sociedade tão desigual como a brasileira, como pode se notar em Bacha (1988), que adota *ex abrupto* a exótica hipótese de que os gastos públicos em nada contribuem para a resolução do conflito distributivo no Brasil.

337 Note-se que essa relação capital-produto é elevadíssima comparada a dos EUA e GB (inferiores a 2) e Japão (2,5) no período 1982-92. Apesar desta relação variar entre países, uma relação tão elevada só pode indicar a presença de capacidade ociosa generalizada, uma vez que não se registra uma onda de novos investimentos na

As conclusões dos "exercícios" são pessimistas: projeta-se um crescimento próximo 3,5% ao ano para a década de 90, menos da metade da taxa histórica de 1940-80, como a taxa máxima possível, supondo-se que as NFSP sejam zeradas e seja possível financiar um déficit em conta corrente próximo a 1% do PIB (Carneiro e Werneck, 1993a). Taxas maiores de crescimento exigem a redução das restrições fiscal e de poupança interna (a restrição externa não é obstáculo, uma vez que se considera financiável esse déficit em conta corrente). Há uma forte complementaridade na superação de ambas as restrições, exigindo um forte ajuste fiscal.

Carneiro e Werneck (1993b) chamam a atenção para o fato de que o problema do baixo investimento real na década de 80 não é apenas um problema de financiamento. Há uma importante elevação dos preços relativos dos bens de capital e da construção civil que contribui para sua redução. Os preços dos bens de capital sobem 42% acima do deflator do PIB entre 1986-89. Os autores atribuem tal fato à alta proteção conferida ao setor, ao maior risco no financiamento de longo prazo destes bens no regime de alta inflação e ao baixo grau de utilização da capacidade produtiva do setor (reação oligopolística setorial com elevação do *mark-up*). Os preços da construção civil também aumentam 38% acima do deflator do PIB neste período, possivelmente como resultado da diversificação dos investimentos privados para imóveis como resultado da maior incerteza na economia. Uma liberalização comercial que aumente a importação de bens de capital e uma estabilização bem-sucedida podem aumentar substancialmente a produtividade dos novos investimentos.

Ainda assim, realizada a reforma comercial, as simulações indicam a necessidade de um esforço fiscal muito significativo, entre 6% a 8% do PIB, e de uma elevação da poupança externa para 1,65% do PIB para sustentar uma taxa de crescimento próxima a 5,5% do PIB na década de 90 (estes cálculos são prévios aos ganhos fiscais do Plano Collor I). O problema torna-se como evitar que esse brutal esforço fiscal gere uma forte recessão durante a fase inicial da estabilização. Daí a importância do padrão do ajuste fiscal: os autores defendem transferir poupança do setor público para o setor privado, aumentando a capacidade de investimento privado. Para isto, é necessário tanto elevar a carga fiscal líquida quanto cortar os gastos de consumo do governo e renegociar a dívida externa. Os autores reconhecem que o consenso interno dos principais agentes empresariais e políticos esgota-se no apoio aos cortes nos gastos de consumo do governo. Essa falta de consenso político interno torna a estabilização sem credibilidade, por não ser acompanhada de uma profunda reforma fiscal, com elevação da carga tributária e eliminação das transferências ao setor privado: créditos fiscais, subsídios etc.

---

década de 80. Uma menor relação capital-produto esperada reduz consideravelmente as "restrições" nos "exercícios". Para os dados dos países desenvolvidos, ver Bond e e Jenkinson (1997).

Os neo-estruturalistas da PUC-RJ constatam que como seqüela do enfraquecimento do poder de intervenção estatal, financeiro e político, há uma aceitação crescente do jogo das "forças de mercado" na sociedade brasileira no final da década de 80. Há uma nova visão do papel econômico do Estado que exige uma profunda reforma do setor público para manter os investimentos públicos e sociais necessários para assegurar a retomada do crescimento (Werneck, 1993).

Bacha e Carneiro (1992) defendem uma mistura de heterodoxia (política de rendas) e ortodoxia (disciplina fiscal e liberalizações) como a "convergência profissional" na América Latina depois do "sucesso" da estabilização mexicana no governo Salinas de Gortari. O "sucesso" de um novo plano de estabilização no Brasil depende da formação de uma coalizão política estável para sustentar o governo, apoiado numa equipe econômica coesa e com alto nível profissional, que possa realizar as reformas necessárias e criar uma rede de proteção social aos mais pobres. Depende também do apoio externo, que só pode ser dado pelas instituições multilaterais internacionais.

Bacha e Carneiro continuam contrários à ortodoxia do FMI como o ingrediente único da estabilização. Vale dizer, continuam favoráveis ao choque heterodoxo em vez da âncora monetária defendida pelo FMI. O choque heterodoxo consiste de uma política de rendas acompanhada de uma âncora cambial nominal para coordenar os preços na fase inicial da estabilização, seguindo as experiências de Israel e do México, que consideram bem-sucedidas. Denunciam os fracassos das "estabilizações com crescimento", como denominam as experiências fracassadas de estabilização na Argentina, Brasil e Peru na década de 80, atribuindo-os principalmente à falta de disciplina fiscal interna, minimizando a falta de apoio externo, e rotulando-os de "populismo econômico". No tocante às liberalizações comercial e financeira, são cautelosos, adotando as recomendações tradicionais da literatura sobre a seqüência das reformas do BM: as liberalizações devem ser precedidas da estabilização e da desregulação dos mercados internos, especialmente o do trabalho, e a liberalização comercial deve preceder a financeira. Naquele momento, ainda favorecem políticas industriais ativas: *getting prices right*, a julgar pela experiência dos países do Leste asiático, não é a única forma de acelerar o crescimento, uma vez que as intervenções públicas (subsídios, incentivos e proteção) podem orientar adequadamente o setor privado numa estratégia de *outward growth*. Mais surpreendentemente, considerando-se a prática futura, investem contra o *big bang* (a concentração em curto espaço de tempo das reformas estruturais) recomendado na "economia política" das reformas do *RDM 1991*, utilizando os argumentos mostrados há pouco sobre a interação potencialmente instável entre estabilização e reformas.

A ênfase dos autores é na persistência e consistência das políticas econômicas como a chave do sucesso das estabilizações. A grande lição dos fracassos latino-americanos na década de 80 é que não se pode contar apenas com a estabilização para fechar o hiato fiscal. As instituições multilaterais devem aliviar as condicionalidades cruzadas e apoiar equipes econômicas "reformistas" (no sentido do CW), empenhadas numa profunda reforma do setor público, uma atividade que certamente demanda algum tempo. No caso do Brasil, significa disciplinar os poderes Legislativo e Judiciário, as esferas estadual e municipal do governo, eliminar os "privilégios" dos empregados do setor público (emprego vitalício e o regime de aposentadorias e pensões) e os monopólios constitucionais que impedem as privatizações (Bacha, 1993a).

Pode-se concluir que uma reforma ampla do setor público, incluindo as privatizações, torna-se sua resposta à superação das restrições fiscal e de poupança interna, apontadas nos "exercícios" descritos anteriormente. Adicionalmente, as privatizações podem dar uma contribuição significativa na elevação da eficiência e na modernização do setor público. Porém, mudar a responsabilidade pelo investimento em setores capital-intensivos do setor público para o setor privado esbarra na consistência macroeconômica, porque há uma restrição de poupança interna. Essa consistência pode ser alcançada com o recurso ao IDE nas privatizações (elevar a poupança externa), que pode também tornar a restrição externa menos atuante, e com a elevação da produtividade da economia pela reforma do regime de comércio exterior.

Percebe-se que os neo-estruturalistas da PUC-RJ, ao contrário dos seus demais congêneres latino-americanos, não absorvem as críticas keynesianas ao *mainstream* na questão do financiamento do desenvolvimento econômico. As "falhas de mercado" enfatizadas pelos keynesianos são aquelas que envolvem poupança, investimento e financiamento, resultantes da formação de uma taxa de juros de longo prazo inadequada para o crescimento, tanto por problemas ligados à especulação e à incerteza, quanto por problemas ligados à intermediação financeira. Nos modelos de três hiatos estes temas encontram-se notoriamente ausentes.[338] Ao desconsiderar o padrão de financiamento da economia brasileira e a influência do ambiente macroeconômico nas decisões de investimento, a visão que predomina entre os economistas da PUC-RJ é, na prática, essencialmente pré-keynesiana: a elevação prévia da poupança é um requisito necessário para maiores investimento e crescimento. Daí, a ênfase no *trade-off* entre consumo (público e privado) e poupança presente nos seus "exercícios", paradoxalmente como se a economia brasileira, em meio à estagnação, estivesse numa trajetória de pleno emprego.

---

[338] Essa deficiência do modelo é superada, nas análises dos neo-estruturalistas do CEDES e do próprio Lance Taylor, com a decomposição da restrição de poupança em "smithiana", "keynesiana" e "neoclássica". Mais tarde, os economistas do CEDES introduzem, adicionalmente, a restrição "schumpeteriana". Naturalmente, os ganhos do modelo em *appreciative theorising* refletem-se na perda de rigor formal, razão pela qual, provavelmente, são desprezados na PUC-RJ. Ver Fanelli, Frenkel e Taylor (1992) e Fanelli e Frenkel (1995).

O próprio *mainstream* latino-americano revisa criticamente essas idéias pouco tempo depois (Gavin, Hausmann e Talvi, 1997). Afastada a restrição externa dominante, a política econômica deve se concentrar em consolidar os ganhos da estabilização (a baixa inflação cria *per se* um ambiente macroeconômico mais favorável a maiores crescimento e investimento privados) e em garantir uma taxa razoável de crescimento sustentado, ao mesmo tempo que afasta as outras restrições ao crescimento que se encontram, por exemplo, no sistema financeiro doméstico e nos procedimentos orçamentários do setor público. Só um período mais longo de crescimento sustentado permite uma elevação expressiva da poupança interna. Na transição, que pode perdurar alguns anos, uma excessiva concentração na consolidação fiscal para gerar "poupança" para os investimentos privados costuma ser infrutífera (a poupança privada cai expressivamente nos experimentos regionais na década de 90), apenas acarretando cortes excessivos nos gastos públicos essenciais (sem o afrouxamento substancial da restrição externa, esta estratégia é claramente recessiva e ineficaz). A concentração das preocupações dos *policy makers* deve ser em reduzir a vulnerabilidade da economia nacional aos choques externos diante da inevitável maior dependência, na transição, dos capitais financeiros externos, controlando estritamente o processo de endividamento externo de curto prazo dos agentes nacionais e aumentando a eficiência do investimento.

Não se pode deixar de constatar que o "consenso" abraçado pelos neo-estruturalistas da PUC-RJ distingue-se, assim, não pela sua eficácia em eventualmente aumentar a poupança nacional e o crescimento econômico, mas sim pelo conveniente biombo ideológico que oferece aos interesses conservadores para promover a liberalização financeira, a manutenção de altas taxas de juros reais, a privatização dos melhores ativos estatais e a austeridade nos gastos sociais.

Nos neo-estruturalistas da PUC-RJ, os temas da liberalização comercial, da atração do IDE e da elevação da produtividade da economia brasileira são tratados com maior profundidade numa série de artigos publicados entre 1988-92 (Abreu, 1992; Fritsch, 1992; Fritsch e Franco, 1989, 1990, 1991 e 1992; Bonelli, Fritsch e Franco, 1992).

O ponto de partida dessas contribuições é a consensual verificação, entre os economistas brasileiros, da perda de funcionalidade do modelo brasileiro de substituição de importações na década de 80, ao mesmo tempo em que emerge uma nova onda de mudanças técnicas e gerenciais na economia internacional, determinando uma ampla reestruturação industrial liderada pelas TNCs. No final dessa década, o Brasil está relativamente pouco envolvido nessa nova divisão internacional do trabalho realizada pelas TNCs e persiste a perspectiva de reduzidas entradas de capitais privados externos, o que obriga ao país a recuperar o dinamismo perdido das exportações para evitar que a restrição

externa se torne o principal limitante do crescimento.[339] Torna-se necessário dar um novo foco às políticas comercial, industrial e de atração de IDE: a busca da eficiência.

A justificativa para um novo foco encontra-se na localização pelos autores de uma estratégia de continua "imitação *cum* aprimoramento" na inserção internacional de um grupo reduzido de países em desenvolvimento exportadores de manufaturados, entre os quais o Brasil, por meio de sucessivas "ondas" de transferência de capacidade produtiva dos países desenvolvidos para esse grupo nos produtos tecnologicamente maduros. Esse grupo aumenta o conteúdo tecnológico (em níveis absolutos) de suas exportações e parecem reduzir o hiato tecnológico com os países desenvolvidos.[340] Apesar da forte assimetria tecnológica na divisão internacional do trabalho, essa estratégia não parece impedir progressos na elevação do padrão de vida desse grupo de países, comprovados pela presença no grupo de países anglo-saxãos e escandinavos de alta renda *per capita* e pelas taxas de crescimento elevadas de alguns em desenvolvimento, notadamente os asiáticos.[341] A assimetria na divisão internacional do trabalho, determinada em boa parte pela tecnologia, não parece estar associada ao grau de desenvolvimento relativo dos países dela participantes (Fritsch e Franco, 1989 e 1990).

Reconhecem que há diferentes modelos nacionais nessa estratégia, dos mais dependentes do IDE aos mais autônomos. Para o Brasil, defendem o *catching up* (a perseguição de contínua imitação e graduação) por meio de uma estratégia de desenvolvimento industrial intensiva em IDE, que se desdobra, a seguir, em favorecer amplas aberturas comerciais e financeiras.[342] A internacionalização prévia e o amplo mercado interno são os atrativos diferenciados do Brasil, desde que satisfeitos os pré-requisitos óbvios: a

---

339 Há dois problemas "estruturais" com as exportações brasileiras entre 1985-90, depois do seu período de crescimento e *upgrading* entre 1979-84: os ganhos de competitividade modestos das exportações de manufaturados (negativos das exportações totais) e a queda dos preços relativos das exportações, inclusive as de manufaturados (Bonelli, Fritsch e Franco, 1992).

340 Note-se que a evidência empírica apresentada para o *upgrading* das exportações e redução do hiato tecnológico desse grupo de países corresponde à década de 70, e, portanto, anterior à globalização produtiva na década de 80. Nesta década, os países em desenvolvimento dentro desse grupo (países asiáticos e latino-americanos) apresentam considerável divergência nos seus desempenhos econômicos, impedindo conclusões generalizáveis.

341 A escolha do agrupamento dos países exportadores de manufaturados por conteúdo tecnológico das exportações e importações coloca os NICs asiáticos e latino-americanos (baixo conteúdo das exportações e alto conteúdo das importações) na companhia de Austrália, Canadá, Finlândia e Nova Zelândia, países com uma problemática de industrialização totalmente diversa.

342 Na defesa da qual utilizam-se da expressão: Tomar o bonde do progresso técnico, apenas sentando-se no banco de trás. (Fritsch e Franco, 1989: 17)

retomada do crescimento, por meio de uma estabilização bem-sucedida, e a redução da restrição externa, que requer maior apoio internacional.

Apontam quatro razões principais em favor dessa estratégia intensiva em IDE: 1) constitui-se num elemento importante para superar a restrição externa, por meio dos fluxos de entrada e das novas exportações potenciais, desde que não seja acompanhado de um aumento considerável das remessas; 2) proporciona um acesso maior e mais estável aos mercados da OCDE, uma vez que as exportações brasileiras são submetidas a forte protecionismo;[343] 3) a propensão a exportar da rede de filiais aumenta com a inserção na globalização produtiva, reduzindo-se a importância do IDE motivado pelo mercado doméstico dos países em desenvolvimento e elevando-se o orientado para as exportações, por meio do qual as TNCs procuram as localizações mais adequadas para suprir o mercado global ou regional;[344] 4) sendo a instabilidade das taxas de câmbio na Tríade um dos principais motivos que impulsionam a globalização produtiva, a substancial desvalorização do dólar diante do marco alemão e ao iene, desde 1985, deve provocar uma onda de IDE defensivo por empresas exportadoras do Japão e da CE para a área do dólar, abrindo-se uma janela de oportunidade para os NICs latino-americanos.

Segundo os autores, o objetivo principal deve ser evitar que se confirmem as tendências recentes projetadas, que levam à "exclusão" do Brasil desse novo ciclo (devido à concentração do IDE japonês nos NICs da Ásia e do IDE americano no México, com o NAFTA). O IDE recente é extremamente sensitivo aos regimes de comércio exterior e investimentos estrangeiros do país anfitrião. Seguem-se duas tarefas necessárias para o Brasil: 1) reformar o regime que governa o IDE para atraí-lo, com o objetivo de diversificar e realizar o *upgrading* das exportações; e 2) reformar o regime de comércio exterior para minimizar as distorções da estrutura de proteção sobre a eficiência das plantas domésticas, especialmente das filiais das TNCs.

Fritsch e Franco (1990, 1991 e 1992) reforçam sua argumentação em favor dessa estratégia com uma discussão sobre a promoção bem-sucedida de indústrias nascentes, cujo aspecto crucial são os mecanismos de aprendizado e de transferência de tecnologias. Segundo as autores, o "sucesso" na maturação

---

343 Segundo Abreu (1992), o Brasil é um dos países em desenvolvimento mais afetados pelo "novo protecionismo" das barreiras não tarifárias (BNTs). Em 1989, as BNTs contra as exportações brasileiras são excepcionalmente altas para alimentos no Japão (atingem 99% das exportações); aço na Europa (88%) e nos EUA (82%); derivados do petróleo nos EUA (98%); produtos químicos no Japão (93%); têxteis e vestuário nos EUA (mais de 70% para o primeiro e 97% para o segundo) e na Europa (mais de 85% para ambos); e calçados e produtos de couro na Europa (100%).

344 Efetivamente, a propensão a exportar das filiais das empresas manufatureiras americanas em 1989 é inferior a 17% no Brasil e em torno de 2/3 nos países em desenvolvimento da Ásia (UNCTAD, 1996b). Note-se que pouca ênfase é dada ao fato que a propensão a importar das redes aumenta substancialmente.

das indústrias nascentes depende diretamente da velocidade da transferência da tecnologia (ou da aquisição de economias de escala) e do aprendizado local. Inversamente, do dinamismo da fronteira tecnológica e do nível de integração vertical da indústria local. O desafio atual é que avança a fronteira tecnológica com o rápido crescimento do progresso técnico nos países avançados, mas simultaneamente um novo conjunto de indústrias, tecnologicamente mais sofisticadas, se dirige aos NICs. A recomendação de política dos autores é aumentar gradualmente a integração vertical desse novo conjunto, devendo as políticas públicas concentrarem-se na provisão e aperfeiçoamento das dotações de fatores específicos e nas políticas de apoio, que corrigem eventuais falhas de mercado e geram externalidades positivas associadas aos investimentos em capital humano e P&D.[345]

Os autores admitem que há um debate em andamento sobre a importância relativa dos mecanismos de aquisição de maior competitividade internacional "endógenos" (economias de escala e *learning by doing*), que explicam os aumentos de produtividade no longo processo de maturação dos setores exportadores liderados pelas empresas nacionais, e "exógenos" (resultado da globalização produtiva), que podem explicar melhor aumentos imediatos na propensão a exportar das filiais das TNCs aqui instaladas.

Os mecanismos "endógenos" relacionam tamanho, concentração e mesmo "reserva de mercado" à maior eficiência produtiva (notadamente por meio de economias de escala, aprendizado e maior P&D). Acham a evidência empírica a favor desses modelos neo-schumpeterianos "inconclusiva". Além disso, suas virtudes potenciais esbarram no baixo investimento em P&D pelas empresas privadas no Brasil. Citando fontes neo-schumpeterianas, argumentam que as inovações parecem estar associadas às "oportunidades de mercado" percebidas, que dependem do tamanho e da taxa de crescimento do mercado e, principalmente, da propriedade da empresa nos países em desenvolvimento.[346] Afirmam que há evidências suficientes de que a importância dos fatores "exógenos" nos padrões de comércio exterior, vale dizer, das decisões de localização e exportação geradas no processo de globalização produtiva liderado pelas TNCs, pode ser maior do que os fatores "endógenos" nos novos setores,

---

345 O nível de integração vertical da indústria brasileira assume importância fundamental na explicação do baixo dinamismo e dos parcos ganhos de competitividade internacional das exportações de manufaturados. Fritsch e Franco (1990) justificam esse baixo desempenho pela inexistência da concorrência interna com importações competitivas em bens de produção, um dos resultados da restrição externa após a crise do endividamento. Essa proteção excessiva tem efeitos negativos, por meio de seus efeitos interindustriais, sobre a eficiência de outros setores "nascentes". Note-se que as recomendações de políticas industriais dos autores discrepam radicalmente, no debate brasileiro, das enfatizadas por outros especialistas em organização industrial, que enfatizam a importância dos "complexos" (a cadeia produtiva) na aquisição de competitividade internacional no novo conjunto de indústrias, em particular os especialistas associados ao IEI-UFRJ e à UNICAMP.

346 O autor neo-schumpeteriano citado é Pavitt (1988) em Fritsch e Franco (1990).

mais intensivos em tecnologia, que se dirigem aos países em desenvolvimento, concluindo:[347]

> A contribuição das TNCs para as exportações brasileiras de manufaturados, especialmente nos setores mais intensivos tecnologicamente, fornece uma explicação plausível para o fato aparentemente intrigante de que o Brasil apresenta vantagens comparativas em setores inesperados para um país com trabalho e recursos naturais abundantes. A crescente importância das TNCs no comércio brasileiro deve ser vista como relacionada às oportunidades comerciais abertas pelos processos de integração vertical global e de procura de insumos (*sourcing*) mundial, nos quais as TNCs têm jogado um papel de liderança e para os quais o planejamento estratégico das TNCs com visão global, operando em estruturas oligopolísticas globais, é crucial. (Fritsch e Franco, 1991: 35 e 36)

Os autores reconhecem que há uma menor extroversão das filiais das TNCs no Brasil, indicando a importância do motivo "mercado doméstico" nas decisões de localização industrial, como é de se esperar num país de dimensões continentais. Dados para as filiais das TNCs americanas comprovam que a proporção exportação/vendas é muito superior nos países desenvolvidos (39%) e no conjunto dos países em desenvolvimento (33%) do que no Brasil (17%) em 1986.[348] Atribuem a maior proporção nos países desenvolvidos à importância crescente do comércio intrafirma em manufaturados no padrão global, o que seria um argumento adicional em favor da estratégia intensiva em IDE.[349]

---

347 No caso do Brasil, a evidência empírica que comprova a importância dos fatores "exógenos" é a crescente propensão a exportar das filiais situadas em oligopólios diferenciados em meados da década de 80, retirada de Willmore (1987). Note-se que os dados são de 1984-85, anos atípicos do comércio externo brasileiro, podendo ter influenciado decisivamente o resultado principal: um impressionante aumento na proporção exportação-importação dessas filiais neste biênio. As evidências indiretas neste sentido são fortes: a diversificação da pauta das exportações brasileiras para manufaturados se dá fundamentalmente entre 1979-1984, estagnando sua participação na pauta até o final da década, o que significa que os "novos setores nascentes" nos oligopólios diferenciados não mantém o dinamismo exportador. De fato, os dados em UNCTAD (1996b) mostram que a propensão a exportar das filiais dos EUA no Brasil estagna em torno de 17% entre 1986 e 1993.

348 A proporção para o conjunto dos países em desenvolvimento é fortemente influenciada pela elevadíssima proporção (76%) dos quatro NICs pioneiros do Leste Asiático.

349 Nesse particular, há um equívoco importante dos autores, que pode comprometer o peso por eles dado aos fatores "exógenos": o período recente é caracterizado pelo crescente comércio intra-indústria e o comércio intrafirma (cerca de 1/3 do comércio internacional) apenas acompanha o crescimento do comércio total. O comércio intra-indústria é particularmente intensivo nos novos setores dinâmicos do comércio internacional, em particular os setores das tecnologias da informação (TI). O grande dinamismo do comércio intra-indústria no Leste Asiático está associado às diferentes estratégias regionais de internacionalização das TNCs americanas, japonesas e dos quatro NICs pioneiros, conforme o Capítulo 5. Na Europa, está associado ao mercado único. Além disso, são fatos estabelecidos na literatura especializada que o comércio intrafirma costuma favorecer o país de origem das TNCs (é intensivo em importações) e que o dinamismo recente de ambos tipos de comércio é essencialmente regional, exceto para as exportações das filiais americanas na Ásia, que voltam aos EUA. No Leste Asiático, são intensos entre os próprios países em desenvolvimento. Quanto à questão dos desalinhamentos cambiais na Tríade, note-se que a maioria dos países em desenvolvimento do Leste Asiático mantém suas paridades atreladas ao dólar, exceto a valorização das moedas da Coréia e de Taiwan por pressão dos EUA na década passada, o que não permite deduzir uma grande procura por novas localizações industriais pelas TNCs dos EUA e do Japão, muito menos nos setores de TI, como parece ter sido a hipótese implícita dos autores. Ver Vickery e Casadio (1996).

Quanto ao grau de capacitação tecnológica das filiais das TNCs no Brasil, destacam a importância fundamental das políticas públicas, enfraquecendo involuntariamente seu argumento de que a evidência empírica a favor dos modelos neo-schumpeterianos, enfatizando elementos "endógenos", é "inconclusiva":

> Note-se, no entanto, que a pesquisa tecnológica por filiais locais sempre se limitou ao estrito cumprimento das exigências de conteúdo nacional. Na verdade, tais exigências tendem a fazer as filiais locais se comportarem como indústrias nascentes, tendo algumas vezes de empreender significativos esforços de adaptação tecnológica. Note-se também que as pressões para transferência de tecnologia, normalmente no âmbito de *joint ventures*, têm sido ativamente exercida pelo governo, com o objetivo de maximizar a aquisição de tecnologia, ainda que o vasto número de tais empreendimentos – em que o sócio local quer exclusivamente o acesso ao *know-how* do sócio estrangeiro – não tenha tido qualquer influência governamental na sua formação. Existem ainda as ameaças competitivas às filiais multinacionais, vindas de políticas domésticas favoráveis às empresas nacionais, como preferência para fornecimento ao governo, acesso privilegiado ao crédito subsidiado, etc. Nesse contexto, tem sido recorrente a preocupação com os enclaves industriais, levando as políticas governamentais a forçar ligações verticais entre as empresas nacionais e estrangeiras, com importantes efeitos sobre o aprimoramento tecnológico de empresas nacionais situadas na parte superior da cadeia de produção. (Fritsch e Franco, 1990: 95)

Na verdade, mesmo quanto ao grau de integração vertical com os produtores domésticos ineficientes, admitem não haver evidências empíricas que apoiem sua hipótese que a redução da proteção interna leve à adaptação tecnológica e a ganhos de eficiência mais rápidos dessas filiais. Logo, a importância do regime de comércio como determinante da eficiência industrial não deve ser superestimada:

> Embora se admita que as restrições comerciais introduzem ineficiências alocativas estáticas, não se garante que a liberalização comercial leve a uma maior eficiência técnica. Como se observa de uma ampla resenha de exercícios que tentam relacionar o regime de comércio ao crescimento da produtividade total de fatores: 'não há confirmação clara da hipótese de que países orientados para fora se beneficiem de maior crescimento da eficiência técnica no setor de partes e componentes da indústria; esse resultado, combinado com os custos estáticos relativamente baixos da proteção, deixa em dificuldades aqueles que preferem um regime neutro'. (Fritsch e Franco, 1990: 2; grifos no original)

Essa apreciação inicial da importância das políticas públicas coincide com as recomendações de Fritsch (1992) para a Argentina e o Brasil praticarem políticas comerciais seletivas como estratégia preferencial de reforma comercial, dadas as tradições de ambos os países com políticas ativas, fornecendo uma maior proteção tarifária em certos setores em reestruturação ou objetos de políticas "estratégicas", apesar de um certo ceticismo sobre a

capacidade da maioria dos governos dos países em desenvolvimento na promoção de intervenções seletivas bem-sucedidas.[350]

De qualquer maneira, note-se que a ênfase prioritária numa estratégia intensiva em IDE, orientando as filiais para a exportação, não coincide com a recomendada por uma série de importantes especialistas internacionais em TNCs, com impecáveis credenciais pró-*business*. Na verdade, esses especialistas recomendam que os governos dos países em desenvolvimento apoiem uma estratégia de internacionalização das suas empresas nacionais, imitando as estratégias superiores das TNCs, como os dois especialistas a seguir:

> **RBCE**: Finalmente, o senhor teria alguma mensagem especial para as empresas brasileiras que atuam internacionalmente? **C. K. Prahalad**: Sim. É a mesma de sempre: construam empresas multinacionais. (Prahalad, 1995: 38)

> Para obter maiores benefícios de uma estratégia de desenvolvimento orientada para fora, as empresas orientadas para exportações dos países em desenvolvimento devem adotar, tanto quanto possível, as estratégias usadas pelas TNCs para efetuar negócios internacionais. (Braga, 1998: 2)

É notório que durante o governo Collor há uma súbita radicalização na posição dos autores sobre o intervencionismo estatal e a abertura comercial desejáveis. Fritsch e Franco (1991 e 1992) alinham-se às teses ortodoxas em voga no BM e alhures, pelas quais o intervencionismo estatal tem fundamentalmente um impacto negativo na eficiência e no comportamento empresarial na indústria, estimulando o *rent-seeking* e inibindo a aquisição de tecnologia. Percebe-se que dois temas colaboram para essa radicalização: a insatisfação com a reforma comercial de 1990 e com as conseqüências macroeconômicas desta reforma.

A reforma comercial de 1990, que deveria marcar uma mudança de ênfase na direção da maior eficiência como o novo objetivo principal das políticas industriais, é denunciada como assumindo um viés em favor das importações de bens de consumo e contra as importações de bens de produção. Segundo os autores, a equipe econômica de Zélia Cardoso de Mello não evita a confusão entre liberalização e estabilização na implementação de medidas específicas. Cria-se um viés antiexportador pelo desmantelamento dos incentivos fiscais e pela lentidão na desvalorização da taxa de câmbio real após o Plano Collor I. Mais grave, não é desmantelada a exigência de "conteúdo nacional", implementando-se um *targeting* disfarçado, que favorece os bens da informática, de capital e intermediários. Neste particular, destacam como

---

350 Fritsch e Franco (1991) defendem aqui uma política seletiva (há referências explícitas ao caso coreano) para aprofundar a orientação "para fora", dada a restrição externa: um compromisso dos exportadores de exportar mais do que importam em troca da abertura comercial em bens intermediários restrita aos setores exportadores. Argumentam que essa solução de compromisso ajuda a evitar a desindustrialização e os problemas no balanço de pagamentos.

exemplo de política anticompetitiva a manutenção da legislação que exige dos produtores internos, beneficiários de incentivos fiscais ou de crédito oficial subsidiado, bem como dos fornecedores das compras públicas, submeterem-se à exigência de "conteúdo nacional".

Os autores mudam suas posições anteriores, mais tolerantes com políticas industriais ativas, mostrando-se agora fortemente contrários a qualquer *targeting* em setores *high-tech* e mesmo à utilização das políticas públicas nos setores que necessitam reestruturação. Os argumentos em contrário são, respectivamente, que a fronteira tecnológica é muito distante e móvel para os primeiros e que as câmaras setoriais vão manter um elevado "conteúdo nacional" para os segundos.[351]

Propõem desmantelar a herança anterior nas políticas comerciais e industriais, promovendo uma ampla desregulação e a busca de maior competitividade, principalmente pela liberalização comercial.[352] Reconhecido o papel central das TNCs na determinação do padrão de comércio internacional (global e brasileiro), deve-se evitar inconsistências nas políticas públicas: na globalização, há uma crescente interdependência das políticas comercial, industrial e tecnológica, requerendo uma maior centralização das decisões e a desativação dos órgãos setoriais. Por sua vez, a promoção do IDE demanda a mudança das regulações que abrangem a remessa de lucros, os contratos de transferência de tecnologia e a propriedade estrangeira em serviços. Todas essas restrições desestimulam a internalização das redes das TNCs no Brasil, principalmente nos setores intensivos em serviços e P&D.

Quanto às conseqüências macroeconômicas, os altos custos fiscais da proteção são um dos fatores que impedem a consecução do ajuste fiscal.[353] Como o regime de alta inflação persiste após o fracasso do Plano Collor I, o ajuste fiscal

---

351 Segundo Fritsch e Franco (1991), a deterioração da capacidade reguladora do governo impede a perseguição de políticas comerciais e industriais ativas sem cair em benefícios fiscais extensivos. Há uma forte simbiose entre as empresas e a tecnoburocracia. Uma pretensa maior condicionalidade nos subsídios e incentivos, nos moldes da Coréia e Taiwan, não evitaria a discricionariedade tradicional da tecnoburocracia e o conseqüente aumento das "distorções".

352 Esta fúria destrutiva afeta até um economista da PUC-RJ considerado mais aberto à visão da Coordenação: Talvez os problemas econômicos e sociais enfrentados pelos países da região não estejam inerentemente associados com algum grau de proteção a produtores domésticos ou uma intervenção vigorosa do Estado. Eles parecem estar associados à falta de incentivos à competitividade dos agentes privados, os quais verdadeiramente se desenvolveram como um resultado de políticas industriais *ad hoc* ou clientelistas e intervenções governamentais. Por conseguinte, há uma forte sensação na região de que antes de restaurar as noções de políticas industriais discricionárias e a intervenção do Estado – se elas serão restauradas – o aparato atual deve ser aniquilado. Em outras palavras, devemos começar do ponto zero outra vez . (Amadeo, 1993: 169, grifos meus)

353 Há, nesse particular, uma certa contradição dos autores, que denunciam, ao mesmo tempo, o viés antiexportador da reforma comercial de 1990 em razão do desmantelamento "prematuro" (isto é, antes de uma maxidesvalorização) dos incentivos fiscais existentes (Fritsch e Franco, 1991).

continua como precondição para uma nova tentativa de estabilização. Ao lado de uma reforma ampla do setor público, a abertura comercial e a desregulação podem elevar a substancialmente a produtividade da economia, reduzindo o esforço fiscal necessário e o custo recessivo da estabilização.

No entanto, reconhecem que a seqüência do pacote canônico de liberalização comercial - racionalização dos regimes especiais de importação, tarifação generalizada e redução das tarifas - exige uma desvalorização prévia à redução das tarifas e choca-se com a lógica do plano de estabilização favorecido por seu grupo, tendo fortes efeitos negativos, inflacionários e fiscais. Como este plano de estabilização exige uma âncora cambial nominal, sustentada por elevadas taxas de juros internas no período inicial, para forçar uma maior disciplina na formação dos preços internos e para evitar cair na restrição externa (pela fuga de capitais), o custo recessivo da estabilização em simultâneo com uma radical liberalização comercial pode tornar insustentável politicamente a última. A entrada de capitais externos, atraída pelo diferencial de juros, pode viabilizar o crescimento da penetração das importações no curto prazo, mas tende a valorizar a taxa de câmbio, reduzindo as exportações líquidas no médio prazo, uma estratégia de curto fôlego para um país que ainda deve renegociar a dívida externa, não contando, portanto, com sólido apoio externo. Procurar este apoio externo, implementando um superajuste fiscal, manter um esquema agressivo de promoção de exportações, e evitar longos períodos de apreciação da taxa de câmbio sob o pretexto de estabilizar a economia, são os estreitos limites do possível da política econômica.

Note-se que Fritsch e Franco (1991) percebem que o dilema entre estabilização e liberalização pode ser resolvido se os efeitos da liberalização sobre o balanço de pagamentos (não necessariamente sobre a balança comercial) pudessem ser imediatamente positivos. Neste caso, os compromissos com a estabilização e a liberalização do governo reformista conquistam maior credibilidade no setor privado, diminuindo os custos recessivos e a duração do ajustamento. Porém, ainda consideram improvável a volta dos capitais privados ou dos créditos multilaterais e oficiais em grande escala ao Brasil.

Realizado este breve sumário das principais idéias dos neo-estruturalistas da PUC-RJ sobre as políticas comerciais e industriais adequadas ao Brasil, cabem alguns comentários críticos, pela importância prática que essas idéias assumem desde o início da década de 90 e, especialmente, com a constituição da equipe econômica do ministro Fernando Henrique Cardoso em 1993, para as perspectivas de reestruturação industrial e de crescimento da economia brasileira.

Alguns méritos dessas idéias são inegáveis e oxigenam o debate sobre política industrial no Brasil. Destacam a forte ligação entre os padrões de IDE e os padrões de comércio internacional na economia globalizada. Chamam a

atenção para o fato de que em virtude do processo de globalização produtiva, as competitividades nacionais, setoriais e das empresas encontram-se em estado de fluxo e que o progresso técnico tem um papel essencial na nova divisão internacional do trabalho. Enfatizam que a maior concorrência, permitindo internalizar sinais provenientes dos mercados internacionais, é um elemento fundamental no *upgrading* tecnológico. Outro problema relevante, por eles apontado nas políticas de promoção tecnológica, especialmente nos setores de *high-tech* das Tecnologias da Informação (TI), é o dilema entre apoiar os produtores internos ou apoiar a difusão rápida das novas tecnologias. Há evolucionistas como Freeman (1996) que apoiam a estratégia de difusão rápida das novas tecnologias da TI como a mais recomendável nos países em desenvolvimento (*know to use* é mais importante). Percebem que a dança contínua entre as principais moedas do sistema monetário internacional cria, em determinadas conjunturas, novas oportunidades para a inserção internacional dos países em desenvolvimento, cuja prova mais incontestável é o surgimento da China como grande exportadora e pólo de atração do IDE na segunda metade da década de 80. Defendem as privatizações com argumentos relevantes, salientando a baixa capacidade de financiamento do Estado brasileiro, a mudança do conceito de "estratégico" com a globalização produtiva e a deterioração visível da capacidade de gestão autônoma da tecnoburocracia nacional.

Infelizmente, os deméritos dessas idéias são bem maiores. Do ponto de vista puramente acadêmico, trata-se de recém-chegados na supercompetitiva área de Organização Industrial, que substanciam suas polêmicas recomendações com uma evidência empírica escassa e inconclusiva, utilizam uma literatura impressionantemente curta num campo tão explorado, e apresentam equívocos básicos em pontos fundamentais da sua argumentação, como sugerido acima. Seria de se esperar uma salutar cautela nas suas sugestões de política e, reconheça-se, esta postura inicialmente prevalece. Subitamente, durante o governo Collor, acentua-se o caráter ideológico dessas sugestões, um fenômeno mais amplo que contagia quase todo o grupo de economistas da PUC-RJ, como se mostra no Capítulo 8, levando-os à apoiar as sugestões de política emanadas do CW. Nas políticas comerciais e industriais, o caráter ideológico transparece na sua defesa da destruição das instituições existentes, ao invés da sua reforma e adaptação, aceitando o argumento conservador extremo que "falhas de governo" são maiores do que as de mercado, tão presente no CW. Acarreta também o abandono dos conceitos de "estratégia" e "seletividade" antes aceitos nas políticas comerciais e industriais e, em conseqüência, de qualquer projeto nacional de desenvolvimento, em franco contraste com as suas primeiras avaliações da bem-sucedida experiência asiática.

A proposta de perseguir uma estratégia intensiva em IDE para mudar a inserção internacional do Brasil resume-se, então, em acelerar bruscamente a internacionalização dos processos produtivos para integrar as redes globais

minimizadoras de custos das TNCs. Dada as vantagens competitivas estáticas da indústria brasileira na época, abaladas por uma década de estagnação, significa implicitamente aceitar a especialização nacional existente em setores intensivos em mão-de-obra e recursos naturais, que se choca com a intenção declarada de promover o *upgrading* da estrutura produtiva e a diversificação das exportações. O argumento que os setores com vantagens comparativas podem obter vantagens de escala e as suas exportações podem dinamizar o crescimento, presente nas prescrições do CW, encontra sérias limitações nas características próprias destes setores no Brasil (produtores de *commodities* industriais), tornando fundamental a diversificação das exportações. Note-se que, desde o início, essa estratégia envolve um alto risco, porque as tendências contraditórias de globalização e da regionalização também se encontram em estado de fluxo na América Latina. Os contornos do projeto regional dos EUA, que se torna crucial nessa estratégia, têm extensas áreas de indefinição e, em princípio, parece ser bastante desfavorável aos interesses nacionais do Brasil, como um dos autores mesmo reconhece (Fritsch, 1992).[354]

Deve-se salientar que os aspectos negativos de uma estratégia intensiva em IDE são praticamente ignorados pelos neo-estruturalistas da PUC-RJ, apesar de serem bem conhecidos, como se mostra no Capítulo 5. Desafortunadamente, a fragilidade empírica dessas teses não diminui a sua importância prática entre nós no período recente. Não é de surpreender que a sua implementação de forma acelerada no Plano Real repõe, acrescida e velozmente, a principal restrição histórica ao crescimento no Brasil, a restrição externa, como sempre associada a uma maior dependência tecnológica e financeira, e cuja comprovação mais notória é, novamente, uma insuficiente geração de divisas pelo setor manufatureiro diante da aceleração do endividamento financeiro externo em todas as suas formas. Num curto espaço de tempo, a ruptura dos efeitos de encadeamento na indústria brasileira e a desnacionalização intensiva, ocasionada pela abertura comercial e pelas privatizações, demonstra a necessidade de uma política industrial até para alguns membros da equipe econômica "reformista".[355]

---

354 No paradigma do Leste asiático, o Japão multiplicou suas exportações por 4,6 no comércio regional entre 1985-94, mas multiplicou suas importações por 14 neste período (UNCTAD, 1996a). Não há a menor chance de que os EUA, com seu elevadíssimo déficit comercial, aceitem desempenhar um papel semelhante no comércio regional das Américas.

355 Ver Mendonça de Barros e Goldenstein (1997).

7. A CONTRIBUIÇÃO DOS ECONOMISTAS KEYNESIANOS DA UNICAMP

Introdução

Os economistas da UNICAMP têm uma formação bastante eclética. Vários deles são herdeiros diretos da formação cepalina (histórica-estrutural), que é suplementada por uma formação de economia política clássica (Ricardo e Marx) e a incorporação das idéias de Kalecki, Keynes e Schumpeter. Para eles, a economia do *mainstream* simplesmente não é uma ferramenta analítica adequada para a análise do capitalismo, o que os separa dos neo-estruturalistas, apesar de partilharem da visão da Coordenação. Sublinham a historicidade da própria Economia, a instabilidade intrinseca do sistema capitalista, sua tendência permanente para crises, a constante transformação dos seus mercados e a racionalidade sob incerteza dos agentes econômicos. Não reconhecem nenhuma tendência automática das economias capitalistas ao *steady state* no longo prazo, o que dificulta o emprego de técnicas de otimização e o diálogo com o *mainstream.* Nos últimos anos, sublinham especialmente a instabilidade financeira numa economia monetária, na tradição de Keynes da *General Theory*, daí optar-se por denominá-los keynesianos da UNICAMP, para distingui-los dos demais pós-keynesianos no Brasil.[356]

Examina-se a contribuição dos keynesianos da UNICAMP nos cinco itens a seguir: primeiro, a análise do regime de alta inflação; segundo, a descrição da ruptura do padrão de financiamento e das restrições estruturais na economia brasileira; terceiro, a discussão das políticas macroeconômicas de estabilização; quarto, as reformas estruturais, quando se comparam suas recomendações com as a visão do Mercado; e, quinto, um breve exercício, conjunturas e conjecturas, sobre a importância dos determinantes "macro-micro".

7.1 O Regime de Alta Inflação

A contribuição da UNICAMP para o entendimento da crise brasileira na década de 80 destaca-se, inicialmente, pela interpretação keynesiana do regime de alta inflação, em contraste com as neo-estruturalistas da inflação inercial, que acentuam o "conflito distributivo" na propagação da inflação. Na raiz dessa divergência está a crítica de Tavares e Belluzzo (1984) à utilização do modelo de preços normais, em que o salário é exógeno e o *mark-up* fixo, para explicar a inflação contemporânea e a brasileira, em especial. Com a ruptura das regras adotadas em Bretton Woods, no início da década de 70, e a adoção do regime

---

356 Os pós-keynesianos encontram-se caracterizados em Arestis (1996).

de taxas de câmbio flutuantes, os mercados internos deixam de respeitar as hipóteses que garantiram certa estabilidade ao modelo de preços normais na *Golden Age.* Na década seguinte, a volatilidade de certos preços básicos da economia internacional (as taxas de juros e câmbio) e os grandes choques e contrachoques nos preços das *commodities,* em particular do petróleo, aumentam drasticamente as condições de incerteza em que se processa o cálculo capitalista. As antecipações de choques reais ou de flutuações nas taxas de câmbio e de juros modificam a formação dos preços nos mercados à vista (*spot)* de insumos e fatores.

Os keynesianos enfatizam que os mercados *spot,* com preços flexíveis, são incompatíveis com contratos monetários de longo prazo, utilizados como um instrumento redutor da incerteza no planejamento empresarial dos grandes oligopólios industriais. Tavares e Belluzzo (1984) postulam que a reação defensiva dos grandes oligopólios à maior instabilidade na formação dos custos básicos é elevar o *mark-up* desejado, resultando numa menor flexibilidade dos preços à baixa.[357] No caso do Brasil, o poder de mercado dos agentes no setor produtivo eleva-se pelo maior protecionismo. De maneira geral, pode se afirmar que se modifica a natureza das expectativas de curto prazo dos agentes econômicos, que introduzem no cálculo econômico as variações esperadas na formação dos principais preços. Se é esperada uma elevação das taxas de juros ou uma desvalorização cambial, há uma elevação preventiva das margens no setor real, dando origem a pressões inflacionárias com relativa independência do estado da demanda. Segundo Tavares e Belluzzo, é a maior instabilidade dos preços dos fluxos de oferta que são negociados nos mercados *spot* que se transmite à formação dos preços nas décadas de 70 e 80.

No caso do Brasil, na década de 80, Tavares e Belluzzo desafiam a hipótese dos inercialistas que, depois de cada choque de oferta, volta a vigorar a formação "normal" dos preços num regime de alta inflação.[358] Postulam que as empresas líderes tendem a subir o *mark-up* desejado preventivamente, podendo as margens guardar alguma proporcionalidade com o nível da inflação. Esta hipótese afasta o maniqueísmo que as análises inercialistas compartilham com o *mainstream*: assumindo que o *mark-up* é fixo, o repasse dos custos mais elevados nos mercados *spot* (como conseqüência de desvalorizações, por

---

357 Esta parece ser uma tese adequada para descrever a maior instabilidade e a aceleração da inflação na formação dos preços nos países desenvolvidos na década de 70. Na década de 80, a tese deve ser qualificada para incorporar as novas estratégias empresariais das TNCs que, pressionadas pela intensificação da concorrência em vários dos seus principais mercados, tiram proveito das novas tecnologias e da existência de mercados *flex* para insumos e mão-de-obra em vários locais do globo para reduzir seus custos e incertezas, criando redes internacionalizadas de produção. As pressões na formação dos preços nos mercados *flex* são desinflacionárias e os países dependentes de exportações intensivas nestes produtos e fatores registram perdas sucessivas nos seus termos de troca. A inflação de custos é disciplinada.

358 Para uma discussão crítica da hipótese de preços "normais", ver Kandir (1989).

exemplo) requer sempre a contenção dos salários para evitar a mudança definitiva do patamar inflacionário, seja qual for o estado do mercado de trabalho. Isto é, na formulação inercialista, a luta distributiva dos sindicatos para manter os salários reais impede a reabsorção dos choques sem elevar a inflação na economia. Tavares e Belluzzo enfatizam outra causalidade na aceleração da inflação em resposta aos choques, externos e internos, num ambiente econômico com restrição externa dominante: as expectativas altistas refletem basicamente a escassez de divisas e empurram os *mark-ups* desejados para cima, tarefa facilitada pela menor concorrência resultante da contenção das importações, que é parte do ajustamento externo e impede disciplinar a formação de preços dos setores oligopólicos internos pela maior concorrência internacional. Neste ambiente protegido, a formação de expectativas adversas, resultante da escassez de divisas, pode conduzir a uma aceleração da inflação até mesmo na ausência de choque reais ou nominais efetivos.

Kandir (1989) desenvolve esses *insights* numa teoria da inflação pós-keynesiana, alternativa à interpretação inercialista. Sua tese é que, nos regimes de alta inflação, quando há uma situação de "fragilidade financeira" do setor público,[359] endogeniza-se uma tendência de aceleração inflacionária pela maior incerteza das expectativas privadas cercando os preços futuros dos "bens públicos-fiscais", utilizados como insumos no processo de produção. Esta incerteza é tanto maior quanto maior a presença do Estado como produtor monopolista destes bens. Em conseqüência, sobe o *mark-up* desejado sobre os custos originados desse conjunto de bens, configurando-se uma tendência de aceleração à inflação.

Não obstante sua contribuição à formalização e ao melhor entendimento analítico do problema inflacionário em regimes de alta inflação, a tese principal de Kandir encontra objeções sérias de relevância empírica,[360] dependendo de que o processo de ajustamento interno, que acompanha o externo, transforme em especulativos os mercados de "bens públicos-fiscais" e, desta maneira, em mecanismo fundamental da aceleração inflacionária:[361]

---

359 Por "fragilidade financeira" do setor público, Kandir entende uma situação de desequilíbrio fiscal que apresente dificuldades de financiamento voluntário no mercado financeiro interno com taxas de juros e prazos usuais. Neste caso, a necessidade de ajustamento mais radical do setor público multiplica as incertezas do setor privado sobre o custo futuro dos bens e serviços públicos-fiscais fornecidos pelo setor público. Note-se que o conceito de "fragilidade financeira" dos economistas do CEDES, apresentado anteriormente, coloca ênfase no estreito mercado financeiro interno para títulos públicos, insuficiente para acomodar as necessidades de financiamento satisfeitas anteriormente pelos créditos externos, mas não desenvolve os efeitos indiretos sobre a formação dos preços dos bens públicos fiscais.

360 O autor é claro ao enfatizar que explora uma possibilidade teórica, sem preocupações maiores com a relevância empírica.

361 "Especulação" significa assumir posições abertas de compra ou venda dos bens público-fiscais para auferir ganhos de capital, uma impossibilidade prática para vários deles. Talvez seja mais adequado pensar que

> Em outras palavras, além de afetar diretamente os preços, as medidas para reduzir o déficit público acabam alimentando, através das expectativas que as antecedem, a especulação com bens público-fiscais e, consequentemente, elevam os *mark-ups* desejados das empresas que os utilizam para compensar o aumento em seu custo de uso. (Kandir, 1989: 119)

Há um processo de aprendizado dos agentes privados com os sucessivos choques heterodoxos, que passam a aguardar a edição de "pacotes" fiscais (especialmente os "tarifaços") às vésperas ou junto com os novos programas de estabilização, lançados quando há uma aceleração visível da inflação. Nessas conjunturas, há uma subida preventiva generalizada das margens de lucro que acelera ainda mais a inflação e torna o lançamento dos planos praticamente compulsório. No entanto, é difícil acreditar que durante a gestão dos programas, quando em regra a formação dos preços dos bens público-fiscais é utilizada como âncora nominal, os efeitos inflacionários indiretos desta repressão, enfatizados por Kandir, possam ser superiores aos efeitos desinflacionários diretos, tornando-os uma fonte primária da aceleração inflacionária.

Sendo verdadeira a tese, um teste empírico relativamente simples mostraria que os setores mais intensivos na utilização de bens público-fiscais são sempre os líderes na corrida dos preços. No entanto, sabe-se que a aceleração da inflação é um fenômeno mais generalizado e que a maior incerteza afeta outros mercados de ativos mais prontamente. Devem haver canais de transmissão das informações muito mais diretos e gerais, influenciando as expectativas empresariais e a formação dos *mark-ups* no setor produtivo, do que o custo de uso dos bens públicos-fiscais. O próprio *mainstream* reconhece que a formação das expectativas empresariais encontra sinais mais diretos nos desenvolvimentos dos mercados monetários e cambiais do que nos mercados de bens. É nestes mercados que deve ser procurada a formação das convenções sobre o presente estado da economia.[362]

Os principais elementos da tese de Kandir ganham mais tarde uma sobrevida, não como explicação da aceleração inflacionária no início da década de 90, mas das dificuldades do setor privado em atingir a competitividade internacional num cenário de rápida abertura comercial, reduzindo custos, pela propriedade estatal dos bens públicos-fiscais. A necessidade de consolidar o ajuste fiscal impede uma redução mais drástica do "Custo Brasil", a denominação popular

---

justamente nestes mercados, ao elevar-se a incerteza, a impossibilidade da especulação impede qualquer efeito estabilizador, ficando os agentes sujeitos ao arbítrio estatal.

362 Kandir afirma que a política monetária encontra-se relativamente imobilizada nos regimes de alta inflação e não exerce papel relevante na trajetória inflacionária. Não há referências à política cambial. O problema na aceitação dessa tese é que a taxa de câmbio e a taxa de juros são indexadores óbvios nas conjunturas de aceleração inflacionária.

deste conjunto de bens e serviços, tornando-se necessário viabilizar fórmulas de ajuste que permitam esta redução, daí a ênfase na privatização e nos cortes dos gastos públicos como instrumentos preferenciais dessa consolidação.

Belluzzo e Almeida (1990) e Belluzzo (1993) apresentam uma interpretação keynesiana alternativa da inflação brasileira, caracterizando-a como uma crise monetária. O ponto de partida é o mesmo, o ajustamento à restrição externa dominante e os seus efeitos de retroalimentação, porém enfatizando os efeitos nos mercados monetário e cambial.

Antes de apresentar essa tese alternativa, é oportuno lembrar que, para os keynesianos, as economias capitalistas são caracterizadas como economias monetárias de produção, nas quais não podem ser separadas as análises da moeda e da produção e nas quais os sistemas monetários baseiam-se na confiança e no crédito. Quanto à criação de moeda, depende em primeira instância do julgamento dos bancos privados sobre os pedidos de empréstimos bancários de seus clientes e, em segunda instância, do julgamento do banco central, que referenda ou não a criação do crédito bancário. Enfatiza-se que sistemas monetários têm mercados e autoridades públicas: em última instância, é o poder soberano de emissão do Estado que garante os contratos monetários.

Segundo Belluzzo e Almeida (1990), as crises monetárias podem ser interpretadas como crises motivadas pela ruptura da avaliação privada da riqueza sob um determinado padrão monetário. Alternativamente, podem ser vistas como resultado da incapacidade do Estado para impor limites à acumulação monetária privada e regular os critérios privados de avaliação da riqueza. Nas crises monetárias, rompe-se a trindade das funções da moeda: meio de circulação, padrão de preços e reserva de valor. A característica marcante dos regimes de alta inflação é que a função meio de circulação separa-se das demais e outro ativo (o dólar, por exemplo) passa a servir de padrão de preços e reserva de valor. A desmonetização da economia nacional, característica dos regimes de alta inflação, é a conseqüência da fuga da moeda motivada pela ausência dessas duas funções. Na vigência de uma restrição externa dominante, os exportadores detém um poder inusitado de veto às políticas econômicas nesses regimes, por terem acesso privilegiado ao novo ativo de referência.

O poder de veto deve-se ao racionamento dos recursos externos pelos credores, impedindo que uma política monetária restritiva tenha qualquer impacto na atração dos fluxos de capitais externos de curto prazo, elevando as reservas internacionais, exceto na medida em que eleva a rentabilidade do setor exportador pelas operações de Adiantamento de Contratos de Câmbio (ACCs). A geração dos dólares necessários ao ajustamento externo fica assim inteiramente dependente do desempenho do setor exportador: reduções das

exportações, durante as tentativas de estabilização, pela recuperação da demanda interna ou pelo surgimento de "atrasos" na correção cambial, tendem a se transformar imediatamente em crise cambial, exigindo desvalorizações que encerram prematuramente essas tentativas.

Belluzo e Almeida descrevem a primeira etapa do ajustamento brasileiro às novas condições externas (1980-84), como tendo cumprido uma dupla tarefa, preservar o setor privado e equilibrar o setor externo, julgadas condições necessárias e suficientes para o retorno do crescimento. O resultado inesperado é que, cumpridas essas condições, se acentua a instabilidade macroeconômica pela intensa crise fiscal e pela desorganização das expectativas privadas, ambas provocadas pela forma particular com que são perseguidas essas condições.

Por um lado, a crise fiscal preexistente agrava-se com os diversos expedientes para socializar as perdas privadas (estatização da dívida externa, incentivos e subsídios fiscais, menores preços dos insumos e serviços estatais etc.). Por outro, a desorganização das expectativas privadas está associada às diversas intervenções estatais nas regras de indexação então prevalecentes (prefixação, expurgos, maxidesvalorizações etc.), à maior volatilidade das variáveis juros, câmbio e salários, à drástica elevação do risco de crédito e à profunda recessão numa economia habituada ao alto crescimento. Há uma elevação muito significativa do grau de incerteza na economia brasileira, acompanhada de uma acentuada desconfiança na manutenção dos critérios de indexação, uma crescente preocupação com a extensão da crise fiscal e a paralisia dos investimentos públicos, e uma maior consciência da fragilidade cambial, na ausência de financiamentos externos compensatórios à retração dos créditos bancários.

Coerentes com o primeiro diagnóstico keynesiano do regime de alta inflação, visto acima, Belluzzo e Almeida afirmam que a adaptação das grandes empresas ao novo e mais incerto ambiente econômico provoca a aceleração da inflação, pelo ajuste das margens de lucro para cima. Além disso, a perseguição intensa do desendividamento privado, em resposta a uma maior preferência pela liquidez, provoca a paralisia dos investimentos privados e aprofunda a recessão.[363] Paradoxalmente, os únicos títulos internos disponíveis para satisfazer a demanda privada por maior liquidez são os títulos públicos.[364] Quanto à resolução da crise fiscal, o crescimento liderado pelas

---

363 A maior preferência pela liquidez, segundo os keynesianos, eleva as taxas de juros nos mercados monetários. No caso do Brasil, o fenômeno imediatamente acarreta um maior serviço da dívida pública interna, ampliando consideravelmente seu impacto negativo na economia e nas expectativas privadas.

364 Arida (1992) também enfatiza que o estoque da dívida pública existente só é conservado pelo público a taxas de juros "razoáveis" em alta inflação. Isto coloca um *debt overhang problem* para os programas de estabilização, já que a rápida desinflação reduz a demanda por títulos, especialmente públicos. Neste caso, a

exportações, a partir de 1984, impede o aumento proporcional das receitas tributárias líquidas, dificultando seu equacionamento. A solução temporária é a elevação do endividamento de curto prazo do setor público.

Na segunda etapa do ajustamento (1985-89), na ausência de uma solução definitiva das crises fiscal e externa, cabe à política monetária tentar evitar a explicitação da crise monetária numa hiperinflação aberta. Os custos fiscais dessa repressão são elevados, aumentando o endividamento público, agravando a crise fiscal e tornando ainda mais instáveis as expectativas privadas. A soberania da moeda nacional vê-se ameaçada pelas fugas de capitais e pelo incipiente processo de dolarização.

A contribuição de Belluzzo e Almeida enriquece uma leitura do caso do Brasil nas linhas da síntese da crise macroeconômica latino-americana apresentada pelos neo-estruturalistas no capítulo anterior. As contas fiscais encontram-se fortemente desequilibradas previamente à entrada em vigor da restrição externa dominante em 1982, sendo financiadas por empréstimos internacionais. O ajuste do setor público ao choque externo gera trajetórias explosivas para a dívida pública e o seu serviço. A melhoria do sistema de arrecadação e a elevação de alguns impostos não compensam os efeitos combinados nas receitas tributárias da profunda recessão e da elevação da inflação. A tarefa de elevar os impostos para compensar a perda do financiamento externo mostra-se impossível e a reforma do Estado também não avança. Os investimentos são particularmente sacrificados nos cortes dos gastos públicos, o que baixa a eficiência e a produtividade da economia brasileira. A política monetária restritiva para combater a inflação, a última linha de defesa contra a hiperinflação, tem impactos negativos cumulativos no serviço da dívida pública interna. A restrição fiscal torna-se uma restrição independente ao crescimento econômico. Por causa das fortes ligações entre as restrições fiscal e externa, ambas devem ser resolvidas simultaneamente, uma vez que o crescimento é visto como um ingrediente necessário para completar o ajuste fiscal (Fanelli, Frenkel e Taylor, 1992 e, com uma abordagem keynesiana, Baer, 1993).

Para Belluzzo e Almeida, a política monetária reconhece a quebra da unidade das funções da moeda na década de 80, criando uma "moeda indexada" para as funções de padrão de preços e reserva de valor, utilizando-se a moeda nacional unicamente na função meio de pagamento:[365]

---

demanda agregada tende a aumentar pelas mudanças nas carteiras privadas (menor quantidade de títulos públicos) e este efeito riqueza pressiona o nível de preços.

365 A expressão "moeda indexada" denomina a inovação financeira que permite ao Brasil evitar a rota da "dolarização" durante o regime de alta inflação, aumentando a atratividade dos títulos de dívida pública por meio da figura da aplicação com recompra: o sistema financeiro nacional compra os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional ou pelos governos estaduais e municipais, com recursos captados do público, ao invés de intermediá-los para compradores finais. Como o sistema financeiro capta recursos pela taxa do *overnight* e aplica em títulos públicos

> Essencialmente, a gestão monetária da crise constituiu em aperfeiçoar a moeda indexada a cada rodada em que o poder privado ameaçava a prerrogativa de gestor da moeda exercida pelo Estado. (Belluzzo e Almeida, 1990: 67)

A existência de duas moedas introduz a inércia na inflação (o automatismo na remarcação dos preços pelo indexador geral) e o favorecimento, com lucros "extraordinários", a todos agentes (sendo os bancos os mais notórios) que podem arbitrar entre as duas moedas, captando ou comprando na moeda comum e emprestando ou vendendo na moeda indexada. Os lucros extraordinários permitem a redução do endividamento e um elevado grau de mobilização da liquidez dos grandes agentes privados na economia brasileira. Os títulos públicos passam a ser a base dos lucros bancários, substituindo a intermediação bancária tradicional e gerando uma desintermediação financeira intensa. Estes títulos deixam de ser o instrumento do financiamento do setor público para servir de lastre à moeda indexada. No setor não-financeiro, generaliza-se a "financeirização" dos preços, vale dizer, a preferência pela taxa de juros nominal esperada de curtíssimo prazo (*overnight*) como o indexador dos preços nos mercados de bens e serviços, e a dependência das estratégias empresariais dos lucros não operacionais. A perda da disciplina econômica e o aumento do rentismo financeiro têm conseqüências de longo prazo sobre a acumulação de capital:

> Na economia brasileira, ficaram suspensos os sentidos da concorrência e da economicidade (relação preço-custo). O enriquecimento transformou-se num fenômeno puramente patrimonial e arbitrário. (Belluzzo e Almeida, 1990: 66)

Belluzzo e Almeida enxergam a raiz da crise fiscal na crescente ineficácia das autoridades públicas na gestão monetária (a senhoriagem torna-se decrescente) e na regulação das taxas de juros (o estoque da dívida pública, sendo de curto prazo, é contaminado quase instantaneamente por esta regulação), um ponto de vista bem diverso do exibido pelos neo-estruturalistas da PUC-RJ.

A eficácia da política monetária depende da existência de uma diversidade nas expectativas para, por meio da taxa de juros, induzir mudanças nas carteiras privadas de ativos. Não é possível reduzir a taxas de juros se todos os agentes têm expectativas "baixistas" (isto é, de que as taxas de juros devem subir e os preços dos títulos cair) nos mercados de títulos que, no caso brasileiro, haviam

---

com correção cambial ou monetária, há, desde 1969, um compromisso informal entre o Banco Central e o mercado para eliminar os riscos desse "descasamento" através de três mecanismos: 1) o custo do *overnight* deve ser inferior à remuneração média dos títulos públicos colocados no mercado; 2) quando não é possível manter este compromisso, o Banco Central troca a carteira do mercado, comprando os títulos antigos e vendendo os novos com uma remuneração adequada; 3) há o compromisso adicional de "zeragem automática" da parcela de títulos públicos nas carteiras das instituições financeiras que não conseguem financiamento do mercado pela mesa de *Open* do Banco Central, a uma taxa igual à do mercado, no fim do dia (Mendonça de Barros, 1993).

sido praticamente monopolizados pelos títulos públicos.[366] Neste ambiente, tentativas de monetizar a dívida pública ou de baixar as taxas de juros dos títulos públicos provocam fugas para os estreitos mercados de risco da economia brasileira, desencadeando altas nos preços desses ativos, que podem contaminar a formação dos preços de outros ativos financeiros ou mesmo de bens (como imóveis e automóveis, por exemplo) e serviços (de saúde privada, por exemplo). Se o banco central não intervém na subida dessas cotações, elevando as taxas de juros e referendando as expectativas "baixistas", elas podem desencadear uma onda de desconfiança na moeda indexada e a conseqüente hiperinflação aberta. Os estreitos mercados de risco passam a comandar a formação das expectativas privadas e engessam a política monetária, tornando "explosivo" o crescimento da dívida pública. Esta, por sua vez, preocupa não tanto por seu tamanho em relação ao PIB, mas pelo potencial de instabilidade dos mercados de bens e risco, acaso as expectativas adversas provoquem uma fuga da moeda indexada.

A possibilidade de alterar rapidamente a composição dos ativos nas carteiras privadas, reagindo prontamente às políticas de estabilização, constituem o cerne da tese que a elevada liquidez privada é o fator determinante do fracasso dos planos de estabilização anteriores. Os autores sumariam a ineficácia da gestão monetária num ambiente em que as mudanças nas expectativas privadas não podem ser disciplinadas pelo banco central, determinando uma dinâmica de preços e mercados de risco extremamente perversa:

> Ela não é capaz de guiar as expectativas e determinar as taxas de juros porque está prisioneira da polarização da riqueza financeira nas quase-moedas. Esta polarização foi patrocinada como meio de recompor a precária unidade das funções da moeda. Dela se nutre agora o mercado financeiro que, sem função intermediadora, especializou-se em especular contra essa falsa unidade. É ela quem comanda a política monetária e os movimentos das taxas de juros. (Belluzzo e Almeida, 1990: 72)

Ao final do governo Sarney, duas alternativas estão sendo discutidas entre os economistas do *mainstream* para a estabilização, especificamente para recuperar algum papel para a política monetária, como se mostra no próximo Capítulo: a aceitação da receita do CW, que propõe uma profunda reforma do Estado para realizar um ajuste fiscal definitivo, e as várias propostas que contemplam algum tipo de calote da dívida interna. Belluzzo e Almeida salientam que considerações decisivas de justiça social recomendam a adoção de uma reforma fiscal, concebida em torno de um imposto extraordinário sobre a riqueza e o patrimônio, e de uma reforma monetária, destinada a restaurar a unidade da moeda. A intenção explícita é quebrar o poder de veto que rentistas

---

366 A generalização das expectativas "baixistas" explica-se pela ruptura do padrão de financiamento do setor público com o racionamento dos créditos externos, mudando drasticamente a relação estrutural de forças entre autoridades públicas e investidores privados nos mercados financeiros internos, em favor dos últimos. Note-se a semelhança com o conceito de "fragilidade financeira" dos neo-estruturalistas do CEDES.

e exportadores desfrutam na economia brasileira, exercido contra as políticas de estabilização que contrariem suas estratégias privadas.

Nas condições macroeconômicas excepcionalmente instáveis do final do governo Sarney, Belluzzo e Almeida sugerem que a reforma monetária, além da criação de uma nova moeda, deve se basear na suspensão, para fins não-produtivos, da liquidez privada gozada pela riqueza financeira na moeda antiga.[367] Acreditam que a batalha pela recuperação da credibilidade na política monetária, em que não esperam contar com ajuda externa relevante, é longa e árdua, exigindo medidas excepcionais, como a intervenção nos bancos, para evitar que uma eventual explosão do crédito bancário, num esforço de recompor margens anteriores de rentabilidade, dificulte a estabilização, a exemplo do Plano Cruzado.

Em artigo posterior, Belluzzo e Almeida (1992) reafirmam o ponto de vista que a restrição externa dominante coloca limites estreitos às políticas de estabilização por meio de dois mecanismos: o racionamento dos créditos externos, que rouba eficácia da política monetária para atrair capitais externos de curto prazo, e a necessidade de gerar megasuperávits comerciais para o serviço da dívida externa, que tanto impede a utilização da taxa de câmbio como âncora nominal dos preços internos, quanto exige a manutenção de uma baixa taxa de crescimento da demanda interna. Os dois mecanismos encontram-se na origem das crise cambiais que derrotaram precocemente programas de estabilização ambiciosos e radicais, como os Planos Cruzado e Collor.

Carvalho (1992) propõe-se a verificar a tese que relaciona a elevada liquidez dos haveres financeiros não-monetários com o fracasso dos três planos de estabilização do governo Sarney por dois caminhos: 1) verificando a ocorrência de mudanças nos estoques dos principais haveres financeiros, de forma a detectar a "fuga" inicial dos investidores da moeda indexada; 2) comprovando a existência de mudanças nos preços e volumes negociados nos mercados de risco e outros, para os quais supostamente se dirigem as aplicações que fogem da moeda indexada. Conclui que:

> Pelos dois caminhos propostos, apesar das limitações identificadas, os dados sugerem com suficiente clareza a ocorrência dessa relação no Plano Cruzado e no Plano Verão, embora com diferenças entre si, mas não no Plano Bresser. (Carvalho, 1992: 150)

Mais tarde, Carvalho (1996) analisa a aplicação e o fracasso da tese do bloqueio da liquidez no Plano Collor I, reconhecendo que o bloqueio não alcança seu objetivo maior: impedir que, após a queda brusca da inflação, a

---

[367] Segundo Carvalho (1992 e 1996), esse diagnóstico orienta o bloqueio da liquidez na reforma monetária do Plano Collor.

remonetização da economia torne-se rápida e desordenada. A incapacidade operacional de controlar a monetização está associada às funções de emprestador em última instância do banco central, que opta pelo atendimento das demandas por recursos do sistema bancário, referendando suas decisões microeconômicas de refinanciar dívidas e expandir créditos. Carvalho argumenta que há enormes dificuldades práticas para separar as demandas pelos motivos transação e especulação num sistema financeiro moderno, consideravelmente aumentadas nos regimes de alta inflação. Nestes ambientes, um enfoque setorial favorável às atividades produtivas na reintrodução da liquidez sistêmica, como defendido por Belluzzo e Almeida (1990), exige uma fortíssima intervenção estatal na orientação dos créditos bancários, incompatível com a tradição anterior do sistema bancário brasileiro e com as demais propostas neoliberais do governo Collor. Adicionalmente, a restrição externa não é removida pelo bloqueio da liquidez e mostra-se decisiva no abandono da fase "ortodoxa" (entre maio e setembro de 1990, o banco central tenta controlar os agregados monetários ao invés das taxas de juros). Neste período, as taxas de juros elevadas apreciam a taxa de câmbio, encolhendo o superávit comercial, mas sem atrair capitais de curto prazo. A ameaça de crise cambial no segundo semestre de 1990, causada pela perda de reservas e pelo agravamento das condições conjunturais externas com o início das hostilidades no Golfo, força uma desvalorização e o regime de inflação alta retorna imediatamente. Para Carvalho, os problemas de gerenciamento na liberalização da liquidez são secundários na perda de controle da emissão pelo Banco Central na seqüência do Plano Collor I.

No caso do Brasil, Tavares (1993a) destaca que, na impossibilidade de sua resolução simultânea, os fracassos dos Planos Collor I e II comprovam, uma vez mais, que políticas monetária e cambial ativas são incapazes de manter, por si só, a estabilização. A novidade do Plano Collor I é a tentativa de realizar, junto com a reforma monetária, um ajuste fiscal por meio do confisco temporário de parte substancial do estoque da dívida interna, acompanhado de medidas adicionais para elevar as receitas e reduzir os gastos públicos, gerando superávits primários entre 1990-92 e um superávit operacional em 1990. O diagnóstico que informa a reforma monetária atribui à liquidez dos títulos da dívida pública um poder de veto sobre as políticas monetárias restritivas: o Banco Central não consegue realizar, nestas condições, uma política monetária ativa. Coerente com este diagnóstico, a reforma monetária de março de 1990 retira de circulação entre 70% a 80% do estoque existente de M_4 em cruzados novos. O efeito imediato do choque sobre as expectativas privadas é muito negativo.[368] Há um substancial aperto da liquidez privada no mercado interno que ocasiona uma violenta queda do nível de atividade

368 Note-se que Collor havia criticado duramente as políticas heterodoxas durante sua campanha eleitoral e, implicitamente, prometido medidas ortodoxas de estabilização. Uma análise do fracasso prematuro do Plano Collor também se encontra em Presser (1990).

industrial nos primeiros sessenta dias de vigência do Plano Collor I. A reação empresarial negativa e a perspectiva de gerar uma recessão de grandes proporções obriga o governo a criar liquidez de forma *ad hoc* (as "torneirinhas de liquidez"). Sua conclusão antecipa a de Carvalho (1996):

> Em menos de dois meses o Plano estava destruído em seus fundamentos internos... A incapacidade de controlar o interbancário e a resistência ao fechamento do *overnight* pelo tempo necessário para que a economia se ajustasse, parece ter-se devido ao temor de uma quebra de bancos. A não-dilatação do prazo de retenção da dívida (ou tentativa de reestruturá-la como fez Cavallo) e o fato de deixar o mercado de câmbio flutuante (o que provocou uma supervalorização cambial) retiraram do Banco Central espaço de manobra para tentar estabilizar tanto a moeda como as expectativas no mercado financeiro. (Tavares, 1993a: 99)

Uma descrição sintética da conjuntura brasileira em 1991-92, partilhada pelos keynesianos da UNICAMP, encontra-se em Tavares (1993a). Em 1991, a pressão dos credores internacionais (por causa da moratória não-oficial em vigor desde 1989, o FMI sequer aprecia a carta de negociação brasileira no início de 1991), a perda de controle do processo inflacionário, a deterioração da balança comercial e o baixo nível de reservas levam à demissão da equipe econômica original do governo Collor, responsável pelos Planos Collor I e II. Uma nova equipe econômica, liderada por Marcílio Marques Moreira, determina o retorno da prioridade ao ajuste externo, levando à maxidesvalorização de outubro de 1991, acompanhada de uma política monetária com elevadas taxas de juros reais e, especialmente, uma rápida liberalização financeira. Na nova conjuntura financeira internacional, esta combinação atrai a entrada de capitais internacionais privados: o grande diferencial favorável às taxas de juros internas provoca fortes entradas de capitais externos privados de curto prazo. Simultaneamente, a manutenção da desvalorização, pela indexação da taxa de câmbio nominal, recupera o saldo da balança comercial. Ambos resultados recompõem rapidamente as reservas internacionais e tornam as expectativas empresariais menos pessimistas. A nova equipe econômica anuncia um ataque ortodoxo e gradual à inflação (superior a 20% mensais), mantendo a restrição ao crédito interno por meio de uma ativa política de esterilização com títulos públicos de alta rentabilidade. A taxa de câmbio real mantém-se relativamente constante em 1992, mas a dívida interna mobiliária entra novamente numa trajetória explosiva com a reintrodução de um forte componente financeiro no déficit público (as altas taxas de juros reais e as vendas de títulos públicos associadas às operações de esterilização das entradas de capitais externos).

Tavares (1994a) resume as três principais críticas dos keynesianos ao processo de ajuste ortodoxo da equipe econômica de Moreira:

- A política monetária ativa, que tenta enxugar a liquidez com a emissão de dívida pública a juros elevados, não produz a desejada restrição de crédito e liquidez para o setor privado. A "moeda indexada" é líquida e a criação de

moeda é endógena ao sistema interbancário: os agentes privados detentores de títulos permanecem sempre líquidos, a política monetária restritiva é ineficaz para controlar a liquidez privada e o componente financeiro do déficit público explode.

- As desvalorizações têm impactos inflacionários importantes, uma vez que elevam os custos correntes e dos novos investimentos (as importações brasileiras encontram-se reduzidas às essenciais). Além disso, aumentam o desequilíbrio patrimonial das empresas de utilidade pública, fortemente endividadas em dólares, e elevam o serviço em moeda nacional da dívida externa pública, tendo impactos negativos sobre o ajuste fiscal. Sobretudo, sendo a taxa de câmbio futura um dos preços de referência para o cálculo econômico do setor privado num regime de alta inflação, a inflação acelera.

- A política fiscal restritiva torna o ambiente macroeconômico ainda mais recessivo e não evita o continuado desequilíbrio do setor público, ocasionado pelos efeitos colaterais das políticas monetária e cambial.

7.2 Ruptura do Padrão de Financiamento e Restrições Estruturais na Economia Brasileira

Cruz (1994) elabora sucintamente os efeitos da crise da dívida externa sobre o financiamento de longo prazo da economia brasileira na década de 80. No final da década anterior, o financiamento privado de longo prazo continua sendo a grande lacuna do sistema financeiro nacional. Cruz demonstra que, no padrão de industrialização e financiamento da década de 70, a falta de instituições e instrumentos privados de financiamento de longo prazo deve-se, em boa medida, ao fato que o setor público e as empresas privadas (nacionais e estrangeiras) praticamente prescindem do desenvolvimento de um mercado de capitais doméstico.[369]

A crise do endividamento e a desordem macroeconômica subsequente imobilizam as decisões de investimento dos dois agentes que lideram a industrialização recente: as empresas estatais e as filiais das TNCs. Estas últimas, com presença disseminada na estrutura industrial brasileira e dominantes nos setores mais dinâmicos da industrialização pesada (bens de consumo duráveis e bens de capital), além de vários outros (especialmente em oligopólios diferenciados), adotam uma estratégia de franca retração das suas atividades no Brasil desde a primeira fase do ajustamento externo (1979-82),

---

[369] No jargão da UNICAMP, o padrão de financiamento define-se pela forma pela qual os recursos são mobilizados (fontes, destinos e intermediários) numa economia capitalista. É historicamente determinados (*path-dependent*) e supõe-se que as necessidades de recursos para investimentos industriais são supridas, com maior ou menor eficácia, pelo padrão de financiamento, que se torna, na tradição keynesiana, um dos determinantes do dinamismo da indústria.

reduzindo substancialmente sua participação nos empréstimos externos em moeda nessa fase e, posteriormente, os fluxos de entrada líquidos por meio do IDE. Cruz identifica um duplo constrangimento às estratégias de expansão local dessas filiais na década de 80: as novas estratégias globais das matrizes e a instabilidade macroeconômica da economia brasileira.

Por seu lado, as empresas estatais são utilizadas como instrumento de administração do balanço de pagamentos entre 1979-82 e, após, enfrentam o racionamento dos créditos externos com um passivo dolarizado e um forte aumento dos fluxos de serviço da dívida em moeda nacional, tanto devido à forte elevação das taxas de juros internacionais quanto às desvalorizações da moeda nacional. Adicionalmente, suas decisões de preços e tarifas continuam submetidas à lógica do padrão anterior, contendo subsídios ao setor privado ou apoiando as políticas antiinflacionárias. A crise fiscal crônica do Estado nacional implica a destruição, quase que completa, da sua capacidade de financiamento e a opção, em suas estratégias de ajustamento, por uma brutal redução dos gastos de investimento, atingindo os setores de bens intermediários e de infra-estrutura, determinando uma menor competitividade internacional da indústria como um todo e o surgimento de estrangulamentos potenciais nestes setores, notadamente nas retomadas do crescimento. Para Cruz, a instabilidade das fontes de financiamento estatais, que segue a crise do endividamento, é o nó górdio do financiamento de longo prazo necessário para prosseguir com a industrialização, dada a falta de interesse das TNCs no espaço nacional e a preferência do setor privado nacional por espaços exclusivos de valorização em outras órbitas, notadamente bancos, engenharia de projetos, construção civil, comércio e outros serviços.

Baer (1993) procede a uma análise acurada e completa da instabilidade das fontes de financiamento estatais na década de 80. Adaptando a tese dos neo-estruturalistas do CEDES a um enfoque keynesiano, Baer demonstra que essa instabilidade está associada às respostas das políticas econômicas nacionais aos choques externos de grandes dimensões ocorridos entre 1979-82, que conduzem, no restante da década de 80, à persistência de um profundo desajuste de estoques (no caso, do estoque de dívida pública lato senso) sem que tenha sido possível sustentar um fluxo de financiamento adequado ao setor público, em termos de volume, custos e prazos.

Baer destaca o imbricamento dos aspectos financeiros e fiscais nos fracassos das tentativas de ajuste da economia brasileira aos choques externos, especialmente ao racionamento dos créditos externos após 1982. Os fracassos explicam-se pelas tentativas de resolver a crise fiscal por meio de um ajuste dos fluxos de receitas e despesas, que se mostra insuficiente pelas seguintes razões principais (Baer, 1993: 201-206):

- A magnitude dos choques externos e os impactos da maxidesvalorização de 1983 criam um profundo desajuste nas empresas estatais entre o serviço da dívida externa e o seu potencial fluxo de renda.

- O impacto negativo da recessão sobre as receitas fiscais e as crescentes dificuldades para elevar as receitas tributárias após a elevação da carga tributária entre 1981-83, esgotando a margem de manobra do governo. As diversas decisões de natureza fiscal tomadas a seguir (a maior indexação dos tributos, a intensificação da sonegação e a descentralização das receitas no bojo da Constituição de 1988) acabam agravando o quadro.

- Os crescentes obstáculos para cortar gastos e reformar o Estado, que são transpostos pragmaticamente com a contenção dos investimentos públicos.

- A política monetária restritiva para combater a inflação, que tem um imediato e significativo impacto no serviço da dívida pública interna, como se comprova, uma vez mais, após o fracasso do Plano Verão em 1989.

- A persistente falta de financiamento adequado ao gasto público nos mercados interno e internacional.

Conclui-se, baseando-se em Baer (1993), que o caso brasileiro, em termos de endividamento público, se situa num dos extremos polares dos processos de consolidação das dívidas públicas em vigor nos países capitalistas desde o início da década de 80: a dívida pública concentra-se em instrumentos de curto prazo indexados, representando o grosso da riqueza financeira privada, e o setor privado não se encontra endividado, mas não demonstra preferência por imobilizações do seu capital em atividades produtivas. Duas questões relevantes emergem dessa conclusão. A primeira, "técnica", relaciona-se à ausência de *funding* adequado para os investimentos públicos, desde a ruptura do padrão de financiamento anterior.[370] A segunda, "política", diz respeito à necessidade de um consenso ou sólida maioria política para a resolução da crise de financiamento do setor público.[371]

Sobre a primeira, Baer afirma que a sustentação de um fluxo de financiamento adequado para os investimentos públicos demanda uma evolução favorável do

---

370 *Funding*, na literatura keynesiana, denomina o mecanismo de transformação dos passivos de curto prazo do sistema produtivo (*finance*) em ativos de longo prazo. Para uma discussão da relevância analítica da distinção entre *finance* e *funding* no financiamento do desenvolvimento econômico, ver Baer (1993) e Studart (1997).

371 Sobre consensos e maiorias políticas é oportuno reproduzir os comentários percetivos do economista italiano Marcello de Cecco: Quando o endividamento público é acompanhado pelo endividamento das empresas privadas, a única política realista será seu cancelamento por meio da monetização e inflação. Quando o endividamento público coincide com a acumulação de ativos privados, é provável a formação de uma coalizão, incluindo rentistas e banqueiros e que não sofrerá oposição da indústria, que implementará uma política de superávits orçamentários, altas taxas de juros reais, severa deflação e desemprego. (de Cecco *apud* Baer, 1993:35).

contexto internacional, que compreende o processo de renegociação da dívida externa brasileira, e uma estabilização que garanta um patamar mínimo de crescimento sustentável. Em especial, demanda um novo arranjo financeiro interno, soldando o processo de globalização com as necessidades de financiamento interno, públicas e privadas. Exige, portanto, inovações na inserção internacional brasileira, produtiva e financeira. Sobre a segunda, Baer enfatiza a falta de consenso interno entre os atores relevantes para solucionar o profundo desajuste patrimonial do Estado brasileiro e associa o impasse à falta de um projeto nacional de desenvolvimento (principalmente, a falta de definição dos novos investimentos prioritários e de sua forma de financiamento), para reduzir as incertezas privadas na nova fase de globalização. As conclusões de Baer são destacadas por Luiz Gonzaga Belluzzo na apresentação do livro:

> O livro de Mônica Baer é um estudo cuidadoso dos efeitos do "choque externo" na economia brasileira. É também uma investigação sobre as políticas econômicas que buscaram - e até agora não conseguiram - reorientar a economia na direção da estabilidade e do crescimento. Mônica sabe que o ponto central da questão é a criação de um novo arranjo financeiro, capaz de tornar compatíveis as transformações ocorridas no âmbito internacional - globalização, desregulamentação e securitização - e as necessidades internas de financiamento. Não é fácil imaginar como seriam construídas as novas instituições e os mercados financeiros domésticos. Parece óbvio que nenhuma transformação será possível sem uma sólida base fiscal. Nas circunstâncias atuais, é incontornável a elevação da poupança do setor público, que deve ser suficiente para afastar a "descrença" dos agentes privados, sustentar um nível adequado de investimento público e reduzir a dependência do financiamento externo. Ao mesmo tempo, o processo de privatização e as formas de cooperação entre o Estado e o setor privado podem funcionar como instrumentos importantes e atraentes para os "novos" mercados financeiros. (Baer, 1993: 16; grifos no original)

As duas questões postas por Baer são extremamente complexas: construir as novas instituições e alcançar um consenso ou sólida maioria parlamentar necessários para realizar o ajuste econômico. Vários economistas da UNICAMP julgam que os contextos históricos internacional e nacional, no início da década de 90, não são favoráveis às suas preferências políticas, notadamente as que governam as relações Estado-Mercado e as de caráter redistributivo.[372]

Em presença de impasses agudos e numa conjuntura política frustrante, as análises com forte tradição histórica podem se tornar vítimas de alguma forma de "determinismo estrutural".[373] Em regra, essas análises exercem um saudável ceticismo sobre as propostas voluntariosas de políticas e reformas

---

372 É representativa dessas avaliações, pela forte influência intelectual exercida pelo autor entre os economistas da UNICAMP, a análise de Cardoso de Mello (1992).

373 Por "determinismo estrutural" entende-se aqui a extrapolação de tendências, microeconômicas e mesoeconômicas, efetivamente verificadas num determinado ambiente macroeconômico, para um cenário futuro, que mesmo cercado de grandes incertezas, pode ter um ambiente diferente o suficiente para não garantir essa extrapolação.

estruturais "mágicas" que costumam surgir nessas conjunturas, especialmente considerando-se que um elenco conservador articulado dessas propostas, o CW, encontra-se disponível. Porém, é forçoso reconhecer que, do ponto de vista das políticas macroeconômicas, essas análises podem levar à sua imobilização ou rebaixamento na análise, um perigo tanto maior quanto mais afastados estejam seus autores das demandas de formulação imediata dessas políticas.

Os méritos e deméritos dessas análises, destacando-se entre os últimos o rebaixamento da política macroeconômica, encontram-se no diagnóstico de Carneiro (1993) da crise estrutural da economia brasileira na década de 80. O autor apresenta o outro lado da moeda da ruptura do padrão de financiamento, a "fratura do padrão de industrialização". O ponto de partida é consensual entre economistas de diferentes escolas: nessa década, esgota-se o eixo de expansão apoiado na contínua diversificação da matriz industrial, cujo surgimento data da implantação da indústria pesada (bens de capital e bens de consumo durável) na segunda metade da década de 50. O dinamismo desse padrão de industrialização depende crucialmente da estabilidade do padrão tecnológico: a maturidade da tecnologia disponível assegura a difusão do padrão de consumo e produção do Centro na Periferia capitalista.

Carneiro vai identificar as raízes imediatas da crise estrutural na progressiva desarticulação da associação entre investimentos públicos e privados proposta no II PND (a "fratura do padrão de industrialização"). Essa desarticulação leva, na prática, a uma redução do peso do investimento privado e a um crescente peso do estatal no investimento total, num quadro de desaceleração do crescimento entre 1974-79. Carneiro identifica a principal razão dessa desarticulação na evolução da indústria de bens de capital: uma parcela expressiva da demanda por máquinas e equipamentos vaza para o exterior e no setor de bens de capital sob encomenda (no qual se concentram os novos projetos) há ausência de especialização e uma pulverização dos investimentos, que impedem maiores ganhos de escala, a virtuosa incorporação do progresso técnico e a ocupação de níveis adequados de capacidade. Os efeitos de encadeamento intra-industrial da expansão desse setor não são suficientes para garantir a sustentação de um novo padrão cíclico, cuja dinâmica estaria apoiada na sua liderança.

Um dos desafios de Carneiro é aumentar a compreensão do período 1979-86, no qual, em boa parte graças ao sucesso na diversificação da estrutura industrial alcançado pelo II PND, o Brasil tem uma elevação das exportações absolutas semelhante à da Coréia.[374] Carneiro investe contra a influente tese

---

374 O Brasil eleva suas exportações, entre 1978-85, de US$12,5 bilhões para US$25,6 bilhões, ao passo que a Coréia do Sul eleva as suas de US$12,7 bilhões para US$26,4 bilhões neste período. As principais diferenças nos indicadores externos entre ambos países, neste período, são a elevadíssima proporção serviço da dívida externa/exportações do Brasil, antes mesmo da subida dos juros americanos em 1979, e a forte redução do "dinheiro

de Castro e Souza (1985), que defende que o ajustamento estrutural da economia brasileira permite à economia brasileira crescer livre da restrição externa dominante, imposta pela crise do endividamento às economias da região. Por ajustamento estrutural entenda-se aqui a modificação das condições da oferta pela criação de novos setores exportadores e a maior substituição de importações, inclusive o petróleo, entre 1974-85. Conforme Carneiro destaca, a tese original dos autores admite a possibilidade de geração de superávits comerciais "estruturais" mesmo com a ocupação da capacidade ociosa nos novos setores exportadores. Essa tese retira boa parte dos méritos reclamados pelo ministro da Fazenda Delfim Netto para o ajuste macroeconômico entre 1979-85, afirmando que possibilita a retomada do crescimento em 1984-85, baseado agora no dinamismo exportador.

Carneiro contrapõe à tese estrutural de Castro e Souza, francamente otimista, outra, francamente pessimista. A refutação à tese otimista baseia-se na evidência empírica apresentada para o comportamento do comércio exterior na década de 80, especialmente no período 1985-86:

> A conclusão geral sobre os dados parece óbvia: o esgotamento da capacidade produtiva doméstica em face do crescimento da absorção interna ocorre na indústria de bens intermediários e em alguns segmentos de bens de consumo, exatamente os que possuem elevado coeficiente exportado e participam decisivamente na pauta de exportações. Manifesta-se desse modo uma inconsistência essencial entre a preservação do superávit comercial e o crescimento da absorção doméstica, quando se restabelece a taxa histórica de crescimento. (Carneiro, 1993: 167, grifos meus)

A tese estrutural de Carneiro deve ser qualificada, porque a rigidez da oferta nesses setores é um resultado das políticas macroeconômicas. O estado da confiança do setor privado é fundamental para gerar novos investimentos, principalmente a expectativa de que o crescimento será mantido. O autor tinha como opção, para explicar porque uma espetacular expansão das demandas interna e externa entre 1984-86 estiola-se rapidamente em crise cambial e na retomada da inflação, sem novos investimentos privados, combinar as sugestões dos evolucionistas (especialmente, o deficiente desenvolvimento interno dos novos setores das tecnologias de informação e as possibilidades dinâmicas dos setores recém-instalados) com uma análise mais detalhada das políticas econômicas, semelhante à de Baer (1993), na qual o impasse nas renegociações externas e o tipo de ajustamento promovido por Delfim Netto provocam a ruptura do padrão de financiamento e uma forte instabilidade macroeconômica, prejudicando o cálculo privado e bloqueando os investimentos privados e públicos.

O ponto de vista aqui defendido é que o período 1979-86 não se presta a uma interpretação puramente estrutural da economia brasileira, baseada

---

novo" para o Brasil após 1982. Esses dois indicadores mostram as raízes financeiras da crise externa. Ver Baer (1993).

estritamente na desarticulação do padrão de industrialização, porque esconde toda a "ação", as decisões e as opções das autoridades públicas no último governo militar e no início da Nova República. Justamente o desafio das políticas econômicas da época é superar a restrição externa dominante, que é um dado do problema. Especificamente, a sugestão que o Plano Cruzado fracassa por razões estruturais, quando atinge a plena capacidade em vários setores industriais apenas seis meses depois do seu lançamento, tal o seu impulso à demanda interna, continua extremamente difícil de ser sustentada.[375] Talvez involuntariamente, Carneiro torna relativas as responsabilidades de todas as autoridades públicas nas decisões-chave internas sobre as políticas econômicas entre 1979-86, que determinam a duração e a intensidade da crise no restante da década de 80.

Enfim, uma crítica estrutural dinâmica a Castro e Souza deve combinar a não implantação interna dos setores da Terceira Revolução Industrial e o conseqüente aumento esperado da penetração das importações decorrente da inevitável atualização da indústria nacional ao novo padrão tecno-produtivo, com os efeitos negativos de uma inserção internacional exportadora frágil, assentada nos setores da Segunda Revolução Industrial, com limitados efeitos dinâmicos sobre a base de oferta (equipamentos e componentes) da economia brasileira.

Depois do fracasso do Plano Cruzado e da perda da confiança privada na Nova República, uma interpretação estrutural da crise brasileira, nas linhas propostas por Carneiro, ganha maior consistência, sublinhando as dificuldades na retomada das taxas de crescimento satisfatórias, quanto mais das históricas, sem um alívio substancial da restrição externa financeira. O IDE encontra-se em retração, prejudicando a expansão dos setores de bens de consumo duráveis e não duráveis diferenciados. Os setores de bens intermediários e de infra-estrutura, em grande parte de propriedade estatal, estão com sua expansão bloqueada, tornando mais acentuados tanto o *trade-off* entre exportações e crescimento doméstico, quanto os efeitos negativos sobre a competitividade internacional dos demais setores. O setor de bens de capitais enfrenta um rápido envelhecimento, em razão da mudança de paradigma tecnológico e da estagnação da demanda interna. Seus preços relativos sobem acentuadamente.[376] Essa evolução do setor implica restrições

---

375 Sarti (1994) também qualifica a tese de Carneiro: setores da metalmecânica expandem as exportações em 1984-86, demonstrando a importância das escalas de produção na competitividade internacional destes setores. Se ganham maior competitividade internacional, por quê não ampliam os investimentos?

376 O setor de bens de capital possui a maior extroversão (medido pelo coeficiente exportação/vendas) na década de 80. Esta extroversão aumenta entre 1987-89, segundo os dados de Carneiro, indicando uma clara estratégia de *pricing-to-the-markets*, certamente facilitada pela elevadíssima proteção de que goza internamente. Porém, Carneiro não lista a proteção entre os fatores (recessão interna, desvalorizações e elevadas taxas de juros) que provocam e possibilitam essa estratégia.

adicionais aos investimentos novos e à modernização nos demais, e, portanto, ao crescimento possível.[377] Uma longa conjuntura macroeconômica marcada pela instabilidade e recessão efetivamente acaba por transformar problemas de gestão macroeconômica em estruturais. Carneiro não afirma explicitamente esta tese, mas pode-se facilmente deduzi-la, bem como um corolário correspondente: sem uma mudança favorável na conjuntura financeira internacional, os exportadores detém um considerável poder de veto às políticas macroeconômicas na estabilização.

7.3 Políticas Macroeconômicas e Estabilização

A proposta mais elaborada de estabilização por economistas da UNICAMP, após o Plano Collor II, encontra-se em Miranda (1993), um estudo preparado no âmbito do Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira (*ECIB*).[378] Compartilhando da visão da conjuntura brasileira no governo Collor explicitada acima por Tavares (1994a), Miranda endossa as interpretações keynesianas que a inflação, no ambiente macroeconômico de 1991-92, adquire, além do forte componente inercial, um notório caráter expectacional (*forward-looking*).[379] Os sinais de preços mais relevantes para a formação das expectativas são as tarifas públicas, a taxa de câmbio e a taxa de juros (sendo esta o elemento mais volátil, dependendo da postura do Banco Central). De fato, após o Plano Collor II, a taxa de referência do mercado monetário (TR), particularmente sensível às tentativas de restrição da liquidez interna pelo Banco Central, torna-se o indexador informal mais importante da economia.

No ambiente econômico adverso e no ambiente político instável posterior ao *impeachment* de Collor, a meta proposta pelo *ECIB* é ambiciosa: enfrentar e resolver a crise macroeconômica, com a formulação simultânea de um projeto de desenvolvimento competitivo. O desafio principal é assegurar que o necessário e urgente programa de estabilização, que deve adotar soluções de

---

377 Completando as informações sobre a evolução dos preços do setor de bens de capital, é útil contrastá-la com o caso dos EUA, onde o preço de oferta dos bens de capital cai substancialmente: entre 1982-90, o deflator do PNB cresce mais de 30%, mas o deflator para máquinas e equipamentos cai 4%. Isto significa que o poder de compra dos gastos, em preços constantes, em máquinas e equipamentos é multiplicado por 1,3 na década de 80. Os preços de oferta dos computadores caem cerca de 70% entre 1981-88; no mesmo período, a participação de computadores no investimento total eleva-se de 5% para 25%. Ver UNCTAD (1991).

378 José C. Miranda coordena o bloco de Notas Técnicas "Condicionantes Macroeconômicos da Competitividade" para o *ECIB*, cujos resultados encontram-se condensados em Coutinho e Ferraz (1994). Note-se que as Notas Técnicas, além da opinião do autores, incorporam as sugestões dos coordenadores e consultores do *ECIB*, refletindo uma visão consensual naquele momento.

379 Essa interpretação é contrária à de Arida (1996), para quem a política ortodoxa da equipe econômica de Moreira restabelece a "inflação inercial". Para Arida, a interpretação de um processo inflacionário *forward-looking* é válida somente para o período entre o fracasso do Plano Cruzado e a volta da ortodoxia com a equipe de Marcílio Marques Moreira.

choque na tradição heterodoxa, não crie uma contradição entre o curto e o longo prazos, permitindo a criação de condições que induzam as decisões de investimento e financiamento de longo prazo (Coutinho e Ferraz, 1994).

Miranda analisa as condições necessárias que devem ser satisfeitas pelas duas formas canônicas de estabilização, âncora monetária e âncora cambial, e pelos programas heterodoxos. Num programa de estabilização com âncora cambial, as taxas de câmbio nominais da moeda nacional em relação ao dólar devem permanecer fixas e a política monetária é passiva. O Banco Central deve seguir uma disciplina rígida nas suas operações ativas, evitando expandir o crédito líquido interno, para manter a paridade cambial. Logo, o financiamento monetário sistemático do déficit público pelo Banco Central é incompatível com o regime cambial de taxas de câmbio fixas. O ajuste fiscal e patrimonial do Estado torna-se uma condição necessária para o sucesso do programa, mas não suficiente, já que não garante *per se* o equilíbrio externo a longo prazo, na ausência de financiamento externo durável. Uma regra cambial pode ser colocada em xeque por duas razões gerais: 1) a instabilidade intrínseca do mercado de câmbio num ambiente de alta mobilidade dos capitais;[380] 2) os desequilíbrios na Balança Comercial associados, na maior parte dos casos, à existência de um resíduo inflacionário após o lançamento do programa de estabilização, valorizando a taxa de câmbio real e reduzindo a competitividade internacional.

No caso brasileiro, a adoção de uma âncora cambial encontra dificuldades próprias. A "dolarização", isto é, a utilização do dólar como unidade de conta e meio de troca não é generalizada, o que pode ocasionar um resíduo inflacionário significativo com a adoção de uma âncora cambial. Especialmente, a poupança financeira interna é virtualmente "moeda indexada", fenômeno que pode desencadear poderosas pressões especulativas nos mercados monetário-cambiais, quando as taxas de juros e o nível de reservas são julgados baixos pelos agentes privados. A experiência recente do México demonstra que, facilitada pela abundante liquidez internacional, a forte entrada de capitais, atraída pelo diferencial de juros, exige sua esterilização, por meio da emissão de títulos públicos, elevando o estoque da dívida pública interna e o seu serviço e tornando permanente a necessidade de ajustes fiscais. A redução da inflação nominal para níveis próximos aos internacionais, por sua vez, é relativamente lenta, especialmente no setor de bens e serviços não-comerciáveis, ocasionando a valorização da taxa de câmbio e o surgimento de um importante desequilíbrio na balança comercial, repondo a restrição externa como a principal restrição ao crescimento.

Os programa de estabilização com âncora monetária pressupõem que a adoção de taxas de câmbio flutuantes permitem estabelecer uma regra monetária,

---

380 Instabilidade analisada pelo próprio autor em Miranda (1992).

estável e previsível, da evolução da base monetária adequada às finalidades de estabilização. O financiamento monetário do setor público deve ser compatível com essa regra monetária, exigindo um ajustamento fiscal ainda mais drástico e rápido do que na opção anterior. A grande desvantagem da âncora monetária, comparada à cambial, é a exigência de taxas de juros reais muito elevadas no início do programa, ocasionando uma forte recessão e a formação de expectativas privadas muito negativas. As conseqüências políticas desses programas costumam ser desastrosas. No Brasil, adicionalmente, qualquer tentativa de controle dos agregados monetários mais estreitos (M_1, por exemplo), exige o contigenciamento dos haveres financeiros conversíveis em depósitos à vista para ser bem-sucedida. Com maior rapidez do que nos programas com âncora cambial, as entradas de capitais de curto prazo tendem a valorizar a moeda nacional, exigindo medidas adicionais para controlar os movimentos de capitais (cuja adoção é improvável por monetaristas) ou a rápida abertura da economia nacional à concorrência internacional, resultando quase sempre numa significativa deterioração da balança comercial, apesar da grande recessão interna que estes programas costumam provocar. Conclui-se que a restrição externa também acaba por ser reposta.

A alternativa heterodoxa, representada pelas políticas de rendas, que no caso dos regimes de alta inflação se expressa no congelamento temporário de preços e salários, exige a definição de regras monetária e fiscal que evitem as pressões excessivas na demanda interna e a especulação privada com ativos reais ou divisas no curto e médio prazos. A política monetária, no curto prazo, deve assegurar taxas de juros reais moderadamente positivas. A política fiscal torna-se, então, o elemento-chave na formação das expectativas privadas favoráveis, exigindo não só austeridade e equilíbrio fiscal, mas a aceleração do ajuste patrimonial do Estado, por meio das privatizações e das demais engenharias financeiras. A taxa de câmbio nominal deve permanecer fixa na fase inicial do programa, tendo um importante papel auxiliar na ancoragem dos preços nominais, podendo ser flexibilizada posteriormente. Alguns problemas recorrentes dos ajustes ortodoxos não desaparecem, como a tendência à valorização da taxa de câmbio real pela inflação residual e o deslocamento potencial das quase-moedas para o consumo e a especulação, ambas as alternativas correndo o risco de imobilizar a política monetária numa situação de altas taxas de juros, reintroduzindo expectativas inflacionárias na formação dos preços e aumentando o serviço financeiro da dívida pública. Reduzir a liquidez das quase-moedas, notadamente alongando os prazos dos títulos públicos, torna-se também aqui necessária para garantir maior eficácia à política monetária.

Nas alternativas de estabilização analisadas, os três principais elementos comuns são a necessidade de efetuar o ajuste fiscal e patrimonial do Estado, superar a ineficácia de uma política monetária ativa e evitar a instabilidade cambial resultante da valorização. Dadas as dificuldades históricas para

resolver o primeiro, a falta de apoio político, após o fracasso do Plano Collor I, para novas medidas arbitrárias que atinjam os estoques de ativos financeiros para o segundo e as conseqüências adversas de uma desvalorização prematura no decorrer da estabilização para o terceiro, as três alternativas podem colocar, a curto e a médio prazos, restrições importantes à retomada sustentada do crescimento e à reestruturação industrial, penalizando o custo do capital e dificultando os investimentos públicos em infra-estrutura, vistos como indispensáveis para assegurar a meta do *ECIB* de resolver a crise econômica com a formulação simultânea de um projeto de desenvolvimento competitivo:

> É indiscutível que o declínio da inflação é condição necessária à diminuição do custo do capital. Entretanto, dada a situação de regressão financeira em que se encontra a economia brasileira, não é garantido que um processo de estabilização, de imediato, induza decisões de investimento e financiamento de longo prazo. ... Eleger a estabilidade como critério incondicional de política econômica, sem balizá-lo pela necessidade de soluções para as questões do financiamento e da competitividade, seria ancorar a estabilidade em critérios precários e provisórios. (Miranda, 1993: 15)

Baseando-se num diagnóstico consensual entre os economistas keynesianos da UNICAMP, Miranda propõe uma ancoragem múltipla, uma solução integrada e simultânea para as principais variáveis sistêmicas (monetária, financeira, fiscal e cambial), que depende crucialmente da formação de um amplo consenso em torno de um projeto de estabilidade com crescimento, cujo passo inicial é um choque heterodoxo para eliminar a inércia inflacionária.[381] A aposta fundamental é que os agentes privados se dispõem, num contexto de estabilização com crescimento, a alongar progressiva e voluntariamente o perfil dos seus ativos financeiros e a ancorar a riqueza financeira, estocada sob a forma de quase-moeda, nos investimentos produtivos. Essa solução integrada e simultânea das variáveis fiscal, monetária, financeira e cambial, deve assegurar a formação de expectativas privadas favoráveis à estabilização e à retomada do crescimento com as seguintes medidas (Miranda, 1993 e Coutinho e Ferraz, 1994):

- Fiscais: promover um ajuste fiscal duradouro, com uma elevação significativa da carga fiscal e a reestruturação do gasto público, neste último item privilegiando os gastos sociais e aqueles ligados à competitividade sistêmica. Na questão social, a eliminação da corrupção e o aumento da eficiência estatal são objetivos explicitamente reconhecidos. As dívidas intra-esferas de governo e intra-órgãos do setor público devem ser equacionadas, os bancos públicos saneados (incluindo a privatização de alguns deles) e o ajuste patrimonial do Estado deve ser acelerado (por meio de privatizações e outras engenharias financeiras, com a participação do

---

381 Note-se que é proposta pelo *ECIB* a construção de um novo pacto político que não só permite a reestruturação do Estado, um consenso entre os analistas da época, mas que preserva e pode até aumentar o controle estatal no novo padrão de financiamento da economia brasileira, sugestão que certamente não goza do mesmo grau de consenso.

setor privado). Uma revisão do pacto federativo, que corrija algumas das distorções legadas pela Constituição de 1988, é reconhecida como necessária. O objetivo dessas medidas é reduzir as necessidades de financiamento, possibilitando a redução das taxas de juros básicas e um financiamento menos oneroso para o Tesouro no mercado financeiro interno.

- Monetárias e Financeiras: a política monetária deve assegurar taxas de juros reais moderadamente positivas no curto prazo. Taxas de juros reais de curto prazo mais baixas devem aguardar a esperada evolução favorável das expectativas privadas diante do ajuste fiscal, quando pode ser recuperada alguma flexibilidade para a política monetária. O Banco Central deve ter maior independência operacional e um maior engajamento na política econômica geral.[382] A ênfase do *ECIB* é na reforma do sistema financeiro nacional, que deve incentivar uma nova articulação, mais orgânica, entre bancos e indústria, bem como a internalização das principais características da globalização financeira, como a expansão da securitização, dos investidores institucionais e dos mercado de capitais para canalizar créditos aos setores produtivos. Afirma-se a importância de uma política de seletividade dos créditos bancários, ajustada às prioridades da política industrial, na qual o principal banco estatal de fomento industrial, o BNDES, deve jogar um papel de destaque.

- Cambiais: as elevadas reservas internacionais e o patamar da taxa de câmbio real na época (1992-93), permitem à taxa de câmbio desempenhar um papel auxiliar, mas crucial, na ancoragem múltipla. No curto prazo, a política cambial deve ser passiva, auxiliando a política de rendas na ancoragem nominal dos preços. No médio prazo, a política cambial pode se tornar mais ativa, para manter a competitividade internacional e o nível de reservas, evitando principalmente uma dependência excessiva do endividamento de curto prazo. Controles sobre os movimentos de capitais de curto prazo, atraídos pelo diferencial de juros, devem evitar uma acumulação indesejável de reservas na fase inicial da estabilização, desviando os benefícios da remonetização majoritariamente para o resgate dos títulos da dívida pública, e o surgimento de um *boom* de consumo ou de movimentos especulativos de grande extensão com ativos financeiros e reais.

A essência dessa proposta de estabilização baseia-se num ataque simultâneo e coordenado à instabilidade macroeconômica, criando um jogo de soma positiva, que só é possível com a retomada organizada do crescimento, isto é, liderada pelos investimentos e supondo uma cooperação pactuada entre os

---

382 O período pós-estabilização abre a possibilidade de remonetização parcial do estoque de dívida pública, podendo gerar conflitos de interesse entre Tesouro e Banco Central na ausência dessa coordenação.

agentes sob a supervisão do Estado. Exige a reversão das expectativas pessimistas dos agentes privados e sua adesão ao programa, principalmente dos exportadores e setores oligopólicos internos com características de *price makers*. Os dois principais mecanismos para fixar horizontes para o investimento privado são: primeiro, a negociação de acordos sobre preços, salários, impostos, emprego e, especialmente, a reestruturação e a ampliação da capacidade produtiva, em fóruns tripartites (as câmaras setoriais), como um instrumento auxiliar para solidarizar interesses;[383] segundo, as parcerias público-privadas nos grandes sistemas de infra-estrutura.

Antes disso, convém explicitar uma tensão que permanece insolúvel na proposta de estabilização do *ECIB*, na questão crucial da âncora nominal. Depois do reconhecimento de que, no curto prazo, a política cambial deve ser passiva, auxiliando a política de rendas na ancoragem nominal dos preços, o *ECIB* vai além da afirmação da necessidade de flexibilização da política cambial, majoritária entre economistas de diversas tendências. Na verdade, são dadas garantias expressas de que não será referendada uma valorização de médio prazo da taxa de câmbio real para não desestimular as exportações, ocasionando inevitavelmente uma forte perda de credibilidade no programa proposto de estabilização, pela explicitação de uma inconsistência temporal (o reajuste garantido da taxa de câmbio nominal pela inflação residual) que reintroduz um importante elemento de indexação na formação dos preços. Mais importante, adiciona um importante elemento de incerteza no risco e no custo do endividamento privado externo, numa conjuntura em que as fontes de financiamento externo encerram o longo racionamento aos agentes nacionais.

As quatro principais conclusões de Presser (1993a), orientando as recomendações para a política cambial, são: 1) assume-se que a volta dos fluxos de capitais para a América Latina é um fenômeno duradouro;[384] 2) a taxa de câmbio real, em 1992, encontra-se desvalorizada e, portanto, num nível inicial satisfatório para o lançamento de um programa de ancoragem múltipla em que se espera algum grau de valorização cambial posterior; 3) devem ser estabelecidas metas para a conta corrente e sugere-se que sua posição inicial assegure que o balanço de pagamentos do Brasil apresente as características intertemporais de um "devedor maduro", condição retirada da

---

383 A grande vantagem das câmaras setoriais é a inclusão dos representantes dos trabalhadores nos níveis de negociação mesoeconômicos, crucial para assegurar maior eqüidade no novo modelo de desenvolvimento. Neste sentido, a proposta do *ECIB* aumenta o poder de barganha estrutural dos trabalhadores organizados. É verdade que discussões setoriais de preços, salários, emprego, tratamento tributário e câmbio podem facilmente resultar em coalizões rentistas contra os consumidores e o Estado, como denunciam seus críticos, mas também parece óbvio que a reação conservadora contra as câmaras setoriais é ditada pela oposição ao fortalecimento estrutural dos sindicatos na sociedade brasileira.

384 Ressalte-se, porém, haver grande controvérsia, na época, sobre os níveis sustentáveis desses fluxos e da sua composição. A visão cambiante do *mainstream* na controvérsia é realizada no último Capítulo.

teoria dos estágios do balanço de pagamentos, elaborada por Fischer e Frenkel (1974);[385] e 4) recomendam-se controles dos capitais de curto prazo.

A suposição implícita nesse estudo, determinada pelas próprias diretrizes iniciais do *ECIB*, é que, com o lançamento do programa de estabilização, a política cambial deve se tornar menos ativa, sendo a competitividade internacional crescentemente assegurada por políticas de oferta. O poder de veto dos exportadores brasileiros a uma política cambial menos ativa, sempre exercido nos planos de estabilização anteriores, é drasticamente reduzido pelas novas condições financeiras internacionais, que permitem a entrada de capitais, removendo um dos principais obstáculos à estabilização.

Na época, a âncora cambial, em qualquer forma, enfrenta considerável resistência entre os grandes empresários industriais (uma de suas associações, o IEDI, participa do consórcio que elabora o *ECIB*) e os coordenadores do *ECIB* optam por explicitar a defesa de um nível desvalorizado da taxa de câmbio real como a política cambial desejável.[386] Tudo indica que três fatores pesam nessa decisão: 1) a necessidade de assegurar o apoio político dos setores industriais exportadores às propostas gerais do *ECIB*, garantindo a estes setores um direito de veto à qualquer modificação nas condições privilegiadas de que gozam na conjuntura fortemente recessiva (nacional e internacional) de 1992-93, enfraquecendo substancialmente a proposta de estabilização com ancoragem múltipla do próprio *ECIB* e, em última instância, as suas propostas gerais; 2) o processo de liberalização financeira, implícito em qualquer âncora cambial, é visto como incongruente com o projeto de "finanças industrializantes" do *ECIB*; 3) o próprio diagnóstico sombrio do *ECIB* da competitividade internacional da indústria brasileira e dos efeitos dinâmicos da abertura comercial em curso.

7.4 As Reformas Estruturais: Coordenação *versus* Mercado

É oportuno comparar, a seguir, as sugestões do programa de reformas do *ECIB* (Coutinho e Ferraz, 1994), com o decálogo do CW, apresentado em Williamson (1990a) e na Parte II desta tese, para ilustrar as principais convergências e divergências entre as duas visões rivais, a visão do Mercado e a visão da Coordenação, na forma que esta assume na proposta do *ECIB*, em que predominam as influências keynesianas e evolucionistas, sobre as reformas

---

385 Não é apresentada uma cifra para conta corrente, mas é suposto que a Balança Comercial ainda deve permanecer positiva na fase inicial do programa de estabilização. O relatório final do *ECIB* sugere manter um saldo mínimo entre 2,5% a 3% do PIB na balança comercial, tornando, na prática, inviável a adoção de qualquer forma de âncora nominal cambial.

386 Ver Coutinho e Ferraz (1994: 54 e 404).

estruturais necessárias para superar a instabilidade macroeconômica e a estagnação da economia brasileira.[387]

Há convergência nas visões do CW e do *ECIB* quanto ao primeiro ponto da agenda do CW, a necessidade de maior disciplina fiscal, colocada como um ponto central em ambos os programas, refletindo o amplo consenso, entre analistas das mais variadas tendências, que o epicentro da instabilidade macroeconômica brasileira está na crise fiscal do Estado.

O segundo ponto, as prioridades do gasto público, já reflete a considerável divergência entre as duas visões sobre o papel do Estado. O CW tem uma clara preferência por cortar gastos à elevar impostos. Os primeiros candidatos a cortes são os subsídios ao consumo e às atividades produtivas. Os investimentos públicos em infra-estrutura são incentivados, mas a privatização deve se tornar o principal mecanismo para aumentar os investimentos nesta área. A atuação do Estado deve se limitar às tarefas tipicamente estatais (diplomacia, segurança etc.) e às sociais, especialmente educação e saúde, dirigidas aos grupos mais pobres da população.

O *ECIB*, por sua vez, concorda que a reforma do Estado deve substituir ou abolir os mecanismos de proteção e as regulamentações internas restritivas que criam rendas extraordinárias. Neste sentido, também propõe uma profunda reestruturação dos gastos públicos e a procura do aumento da sua eficiência, especialmente na área social. No entanto, as tarefas do Estado são próprias da visão da Coordenação, vale dizer, o aguçamento da competição mundial, pela mudança do paradigma técnico-econômico, demanda a construção deliberada da competitividade, por meio de estratégias conjuntas dos Estados nacionais e dos respectivos setores privados. Nessa visão, deve haver uma parceria efetiva entre o Estado, o setor privado e a sociedade, assegurando um horizonte de longo prazo e reduzindo as incertezas para as decisões empresariais:

> Novas relações devem substituir a liderança unilateral do Estado por uma parceria efetiva entre Estado, Setor Privado e Sociedade. O Estado deve coordenar e suprir falhas de mercado, planejar e sinalizar, minimizando as funções de controle, especialmente aquelas baseadas nas práticas discricionárias da tecnocracia, e ampliando seletivamente o seu papel de regulação e indução de comportamentos privados virtuosos. O Estado deve, também, substituir os mecanismos extraordinários de proteção e as regulamentações restritivas que criam privilégios. Coordenação de ações e de objetivo entre os agentes, fomento e indução à competitividade, ação estruturante e de estímulo a novas capacitações e condutas devem tomar o lugar do dirigismo, do arbítrio burocrático e das regulamentações vedatórias. (Coutinho e Ferraz, 1994: 56)

---

387 O *ECIB* constitui-se na tentativa mais articulada e abrangente de enunciar e explorar as teses da visão da Coordenação no Brasil. A equipe técnica do Consórcio (82 consultores, entre os quais vários dos principais defensores desta visão em nível internacional) foi coordenada pelo IE/UNICAMP, pelo IEI/UFRJ e pela Fundação Dom Cabral.

Por sua vez, o setor privado deve liderar o processo de elevação da competitividade, reconhecendo-se que seu grande desafio é internalizar a inovação e a capacitação tecnológicas como atividades empresariais permanentes e estruturadas.

As divergências na visão do papel do Estado estendem-se ao terceiro item da agenda, a reforma tributária, que segundo o CW deve convergir para o padrão OCDE (isto é, dando um maior peso aos impostos diretos), sem elevar a carga fiscal total e aumentando os incentivos às atividades produtivas pela sua desoneração, por meio da ampliação da base tributária e do estabelecimento de alíquotas marginais moderadas. O *ECIB*, por sua vez, pretende elevar a carga fiscal para níveis próximos a 30% do PIB (em 1991, está em cerca de 25% do PIB) em etapas, no contexto de uma reforma tributária em linhas semelhantes à proposta pelo CW e de uma revisão, favorável ao governo federal, do pacto federativo imposto pela Constituição de 1988, outro ponto praticamente consensual entre os economistas brasileiros de diferentes escolas.

A intenção explícita do *ECIB* é de permitir, por meio desse ajuste fiscal, a retomada da taxa de investimentos da economia brasileira, deprimida para níveis correntes inferiores a 17% do PIB no início da década de 90, para cerca de 25% do PIB, tanto pelos efeitos diretos dos investimentos públicos em infra-estrutura quanto pelos efeitos indiretos da redução das taxas de juros básicas. Como na análise neo-estruturalista do Capítulo anterior, afirma-se que os efeitos *crowding in* da elevação das receitas fiscais superam eventuais efeitos *crowding out*, ligados aos menores incentivos a empreender, postulados pelo CW.

A divergência permanece aguda no quarto ponto da agenda, as taxas de juros e a liberalização do sistema financeiro. Coerente com as posições da visão do Mercado, expostas no Capítulo 5, o CW defende que as taxas de juros devem ser determinadas pelo mercado e positivas, para destimular fugas de capitais e elevar a poupança interna. Adicionalmente, o ajuste fiscal e a desregulação do sistema financeiro nacional, acompanhada da abertura internacional, suplementam a poupança necessária ao financiamento do desenvolvimento.[388] Especialmente, o sistema financeiro não deve estar sujeito ao direcionamento e à seletividade nas operações do crédito pelos tecnocratas, que interferem na alocação eficiente dos recursos.

O *ECIB* reconhece a necessidade de manter as taxas de juros positivas durante a fase inicial da estabilização, porém não compartilha da visão neoclássica de escassez de poupança *ex ante*. No capítulo 5, apresenta-se a crítica keynesiana

---

388 Registre-se que o próprio Williamson observa que a determinação pelo mercado pode levar a taxas de juros demasiadamente elevadas nas estabilizações dos regimes de alta inflação. Ver Williamson (1990a e 1990b).

desta visão que postula que os mercados de capitais não são uma fonte ideal de financiamento de longo para o desenvolvimento econômico, uma vez que a avaliação de curto prazo, predominante nestes mercados, é incompatível os prazos exigidos pelo aprendizado tanto tecnológico quanto de conquista de mercados internacionais. Coerente com as influências keynesianas e evolucionistas, predominantes entre seus coordenadores e colaboradores, o objetivo do *ECIB* é estabelecer um novo padrão de financiamento para a economia brasileira, permitindo financiar o investimento produtivo com custos mais baixos, no qual os bancos sejam os principais responsáveis pelo financiamento de longo prazo, segundo as linhas esboçadas em IEDI (1992a). Vale dizer, favorece o financiamento de longo prazo baseado num sistema bancário articulado com a indústria, ligando finanças e políticas industriais, dando tempo ao aprendizado por meio do uso adequado de créditos seletivos.[389] Um elemento essencial dessa estratégia é a transformação voluntária dos títulos de curto prazo da dívida pública em títulos de médio e longo prazos.

De todas as propostas de reformas estruturais do *ECIB*, esta talvez seja a mais polêmica, uma vez que é formulada contra as tendências históricas do sistema bancário brasileiro,[390] contra uma das principais demandas dos EUA aos países em desenvolvimento durante a Rodada Uruguai (a abertura de mercados e o tratamento nacional para as empresas financeiras americanas) e contra as principais tendências da globalização financeira (desregulação, liberalização dos sistemas financeiros, redução do intervencionismo estatal na alocação dos créditos, securitização dos instrumentos financeiros, preferência dos bancos por comissões etc.), exatamente no momento em que a ligação do sistema financeiro nacional com o internacional é restabelecida, criando oportunidades de negócios excepcionais para o grande empresariado privado pelos substanciais ganhos potenciais com operações de arbitragem e especulação. Além disso, dada a memória dos agentes privados do recente arbítrio estatal na gestão da dívida pública, o processo de aumentar voluntariamente os prazos da dívida pública e dos títulos em geral, no caso brasileiro, pode ter uma longa duração. Neste período de transição, a capacidade dos bancos para efetuar uma transformação das maturidades é extremamente limitada.

Ressalte-se que uma condição julgada necessária para assegurar o sucesso do programa de estabilização é evitar que uma política monetária restritiva, no período imediatamente posterior ao anúncio do programa, desestimule a retomada dos investimentos produtivos internos e estimule a entrada de

---

389 Conforme destacado anteriormente, o Japão apóia os padrões de financiamento baseados em "finanças industrializantes" nos países em desenvolvimento do Sudeste Asiático, contra os interesses e demandas dos EUA.

390 O *ECIB* está consciente da preferência dos bancos pelas operações de curto prazo e do divórcio entre banco e indústria na industrialização brasileira. É extremamente sucinto, a exemplo de IEDI (1992a), sobre como pretende superar esses dois traços históricos tão permanentes na história contemporânea do Brasil.

capitais internacionais especulativos, supervalorizando a taxa de câmbio real e levando a um excessivo endividamento externo de curto prazo. Além disso, a retomada dos investimentos produtivos deve ser coordenada, para não criar pressões excessivas de demanda que se choquem com a necessária disciplina na formação dos preços. Enunciadas essas linhas gerais, deve-se reconhecer que a visão da Coordenação enfrenta dificuldades consideráveis para priorizar quais setores que devem receber apoio financeiro num ambiente macroeconômico em que a concorrência está sendo substancialmente aumentada pela abertura comercial. Depois de um longo período de estagnação e com a velocidade crescente das transformações tecno-produtivas, praticamente todos os setores industriais, privados e estatais, são obrigados a promover reestruturações para enfrentar a maior concorrência. Diante desta necessidade premente, é muito difícil promover, democrática e consensualmente, a seletividade no crédito de longo prazo, como desejado pelo *ECIB*.

A sugestão de "finanças industrializantes" do *ECIB* choca-se também com a evidência empírica, mostrada no Capítulo 5, que os países com sistemas financeiros baseados no crédito bancário e numa forte orientação estatal na alocação do crédito estão sendo obrigados, na década de 80, a desmontar tais sistemas, rápida ou ordenadamente, segundo os caso nacionais específicos, mostrando a força das tendências globais.

Os sistemas baseados em créditos bancários sujeitos a controles estatais também têm problemas característicos que não podem ser menosprezados (Loriaux, 1997). Primeiro, a alocação do crédito barato torna-se politizada, com todas as suas conseqüências, um problema que pode se tornar especialmente agudo em países que devem ingressar numa fase de reestruturação industrial ampla e que possuem um histórico de elevado grau de corrupção estatal, como o Brasil. Segundo, o Banco Central deve validar as decisões de empréstimo do sistema bancário privado, aumentando o *moral hazard* e os custos fiscais de eventuais operações de resgate, associados a um comportamento agressivo e imprudente dos bancos. Terceiro, as maiores dificuldades em controlar a liquidez da economia e, em conseqüência a inflação, num sistema que valida, essencialmente, as decisões privadas nesta matéria. Quarto, para manter estes problemas sob um relativo controle exige-se, nas sociedades democráticas, uma tecnocracia pública bem-treinada, bem-paga e com relativa autonomia, e um relativo consenso no setor privado sobre a direção estratégica do desenvolvimento, condições necessárias notoriamente ausentes no caso do Brasil.

Essas breves considerações parecem indicar que, no financiamento do desenvolvimento, a solução coreana não possa mais ser imitada.[391] São as

391 Solução também favorecida pela UNCTAD. Ver UNCTAD (1991).

variantes da solução chilena que parecem ser mais compatíveis com as tendências da globalização produtiva e financeira nos países em desenvolvimento, isto é, estabelecer controles seletivos na entrada dos capitais internacionais e desenvolver investidores institucionais internos (especialmente os fundos de pensão), capazes de apoiar o financiamento de longo prazo através de instrumentos de crédito "securitizados". No caso do Brasil, a longa tradição de apoio ao setor privado do BNDES e de alguns órgãos de fomento regional, e a existência de fundos de poupança compulsória são elementos diferenciais que podem garantir maior coordenação e seletividade estatal ao financiamento de longo prazo, como aliás reconhecido pelo *ECIB*.

Surpreendentemente, há uma grande convergência sobre o quinto ponto da agenda, a política cambial, ao menos como expresso originalmente por Williamson (1990a). Ambas as visões enfatizam que não se deve priorizar a liberalização da conta capital num país que importa capital.[392] A taxa de câmbio real, mantida num regime de bandas após a fase inicial do programa, deve ser competitiva o suficiente para promover o crescimento das exportações e evitar um endividamento externo de curto prazo excessivo. Por outro lado, não deve ser demasiadamente desvalorizada, uma vez que eleva as pressões inflacionárias e afeta negativamente a própria competitividade de médio prazo dos bens comerciáveis, ao encarecer a aquisição dos bens intermediários e de capital no mercado internacional.

No sexto ponto da agenda, a política comercial, refletem-se novamente as divergências entre as visões sobre como adquirir maior competitividade internacional e superar o protecionismo frívolo da fase de substituição de importações. O CW enfatiza a liberalização das importações como o elemento essencial de uma política de abertura, suplementado por uma política cambial competitiva. A idéia-chave é proporcionar o acesso aos bens intermediários e de capital nos mercados internacionais para promover as exportações e elevar a concorrência interna na produção de bens comerciáveis. Tarifas externas moderadas (entre 10% e 20%) e com uma baixa dispersão, logo, sem manifesta seletividade, são julgadas a fórmula ideal de protecionismo. A pior forma de protecionismo, que deve ser eliminada, é o licenciamento prévio das importações e outras barreiras não-tarifárias.

O *ECIB* endossa a abertura comercial oficial em curso para aumentar a concorrência interna na década de 90, mas insiste na necessidade de monitorá-la, para evitar tanto o desestímulo à produção nacional de partes e componentes de produtos novos, cujas escalas de produção e condições tecnológicas estão ao alcance da indústria doméstica, quanto o *dumping* destes

---

392 Deve-se destacar, como vimos no Capítulo 4, que, entre 1989-93, o CW não endossa uniformemente a recomendação de não liberalizar precocemente a conta capital. No último Capítulo, mostra-se que essa cautela inicial é abandonada pelos defensores da visão de Mercado no Brasil.

produtos no mercado interno por concorrentes estrangeiros.[393] Neste sentido, a política comercial não deve ser subordinada ao esforço de estabilização e deve permitir a seletividade, vale dizer, um protecionismo diferenciado em certos setores julgados "estratégicos", proporcionando a internalização gradual de setores com maior valor adicionado e alcançando o *upgrading* da produção nacional, nas linhas das experiências do Japão, Coréia do Sul e Taiwan.[394] O *ECIB* recolhe uma das lições asiáticas, a necessidade de associar proteção temporária com critérios de desempenho, mas enfrenta dificuldades para internalizar a outra lição igualmente relevante: a necessidade manter uma intensa rivalidade entre os oligopólios internos que, no caso brasileiro, parece exigir necessariamente uma maior abertura externa pelas características internacionalizadas da estrutura empresarial na indústria.

Outra ênfase diferenciada do *ECIB* na política comercial é a necessidade e a natureza de uma política ativa de promoção das exportações que ultrapasse a dimensão cambial da competitividade. As duas dificuldades práticas com as sugestões de monitoramento, seletividade e promoção na política comercial é que, primeiro, justamente alguns dos instrumentos de eficácia comprovada no passado no cumprimento desses objetivos são proibidos ou restritos substancialmente nas negociações finais da Rodada Uruguai. Segundo, pressupõem forte capacitação estatal e a possibilidade de mobilização de recursos fiscais, praticamente inexistentes na economia brasileira no início da década de 90.

O sétimo ponto da agenda, a liberalização dos regimes que regem o IDE, é visto pelo CW, num ambiente de liberalização comercial, como a forma por excelência de permitir a transferência de tecnologia aos países em desenvolvimento. O papel para o Estado no CW limita-se às ações necessárias para promover a construção de um "Estado competitivo" e, em particular, os limites para a eficácia das políticas públicas são demarcados por sua capacidade efetiva para promover um clima de investimentos favorável às empresas transnacionais.

---

393 A reforma comercial do governo Collor pretendia reduzir a tarifa média para 14,2% e a tarifa modal para 20% a partir de janeiro de 1994, grosso modo dentro dos parâmetros recomendados pelo CW. Na prática, a redução das tarifas torna-se mais acelerada, completando-se a reforma em junho de 1993.

394 Uma grande divergência do *ECIB* com o CW, na leitura das lições asiáticas, é a ênfase na dimensão estratégica da ação estatal na política comercial: a distorção temporária dos preços é vista como uma necessidade do processo de desenvolvimento econômico para alocar temporalmente, de maneira correta, os recursos produtivos para construir vantagens comparativas dinâmicas. A intensidade da concorrência externa e interna deve ser dosada pelo governo, sendo subordinada às considerações estratégicas. Outra divergência decorre de que, no enfoque do *ECIB*, a natureza da concorrência internacional (a formação dos oligopólios globais) deve ser cuidadosamente considerada nas estratégias de abertura, para garantir uma maior concorrência efetiva no mercado nacional. Novamente, este enfoque demanda uma alta capacitação do Estado para essas ações estruturantes, notoriamente deficiente no caso brasileiro. Para a natureza da concorrência internacional na globalização, ver Chesnais (1996).

O *ECIB*, por sua vez, propõe políticas de atração do IDE por meio da criação de uma série de externalidades positivas (por exemplo, uma Lei de Propriedade Industrial que satisfaça aos requisitos da Rodada Uruguai) e da indução de comportamentos, por parte das filiais, que aumentem o valor agregado e a capacitação tecnológica no país. O cenário visto como mais provável é uma lenta volta dos fluxos de IDE ao Brasil.[395] Novamente, alguns dos instrumentos sugeridos para cumprir esses objetivos (incentivos fiscais e créditos subsidiados, por exemplo) são proibidos ou enfrentam maiores restrições nas negociações finais da Rodada Uruguai[396] e dependem de capacitação e recursos financeiros que faltam ao Estado brasileiro. Porém, destaque-se que, finalizada a Rodada Uruguai, os países em desenvolvimento continuam a reter considerável liberdade para aceitar a entrada e impor metas de desempenho ao IDE, um dos objetivos do *ECIB*.[397]

É na questão da capacitação tecnológica que o *ECIB* se distancia do papel pregado pelo CW para o IDE, incorporando as lições do enfoque evolucionista, especialmente a importância do aprendizado, expostas brevemente no Capítulo 5. O problema básico a superar é a "fragilidade tecnológica" da indústria brasileira:

> Diferentemente da experiência de outros países, em que a industrialização foi acompanhada por significativo esforço em P&D por parte de firmas locais e pela constituição, de forma articulada com a indústria, de uma infra-estrutura de serviços tecnológicos, a industrialização brasileira não exerceu pressão direta significativa sobre a oferta interna de tecnologia. Assim, apesar de importante, a política de desenvolvimento tecnológico, implementada à margem da política industrial, gerou como principais resultados a montagem de uma infra-estrutura científico-tecnológica no país e o fortalecimento da formação de pesquisadores. (Coutinho e Ferraz, 1994: 126-127)

---

395 A participação dos países em desenvolvimento nos fluxos totais de IDE entre 1986-90 situa-se, em média, abaixo do nível de 15%. No entanto, esta participação cresce rapidamente no início da década de 90, para atingir cerca de 40% dos fluxos totais em 1994. Segundo o *ECIB*, no novo padrão de financiamento externo emergente no início da década de 90, o IDE representaria apenas entre 10% e 15% dos recursos externos totais para o Brasil, uma visão pessimista das possibilidades de atração do IDE, uma vez que se estava criando um espaço regional ampliado, o Mercosul, que continua sendo relativamente protegido, e do maior dinamismo esperado neste espaço com as estabilizações argentina e brasileira. Em parte, as projeções do *ECIB* podem ser atribuídas ao fato de que a atração via privatizações das grandes estatais não consta de suas prioridades.

396 Essa parte da legislação do GATT 1994 é conhecida como TRIMs.

397 A importância das negociações entre Estados nacionais e empresas transnacionais num ambiente globalizado, onde as nações concorrem mais agressivamente pela capacidade de criar riqueza e as empresas transnacionais assumem uma função de árbitro na designação dos recursos globais, via IDE, para os diferentes mercados nacionais, determinando em boa medida os padrões futuros dos fluxos de comércio, investimentos e tecnologias. é destacada por Stopford e Strange (1991): salientam que aumenta o papel dos governos na escolha dos parceiros apropriados e, em conseqüência, na determinação da qualidade da inserção internacional do país em questão. Cohen (1991) recomenda a construção da capacitação pública para a análise potencial dos efeitos do IDE em setores críticos para os interesses nacionais na Europa e nos EUA.

Na década de 80, as estratégias defensivas adotadas pelas empresas privadas em resposta à instabilidade macroeconômica e o enfraquecimento do sistema público de ciência e tecnologia pela crise fiscal aumentam a "fragilidade tecnológica" do país, cujo sinal mais evidente é a incapacidade de internalizar os setores líderes da Terceira Revolução Industrial, os complexos da Tecnologia da Informação. Como adaptar o setor privado a um novo paradigma tecno-produtivo, intensivo em conhecimento e orientado ao usuário, em que a especialização tende a se produzir em setores caracterizados pelo domínio total da tecnologia de forma coletiva (na cadeia, complexo ou rede) e em que as condições de acesso, aquisição e utilização das novas tecnologias, por parte dos países em desenvolvimento, tornam-se mais difíceis e onerosas?

A primeira parte da resposta do *ECIB* é compatível com a receita do CW: compete ao Estado manter condições estimulantes de concorrência no mercado interno que obriguem mudanças no comportamento empresarial, construindo ou reforçando as bases internas das empresas em P&D. A segunda parte é diferenciada: o Estado deve estabelecer uma rede de apoio complementar (financiamento flexível, poder de compra, apoio técnico, acesso às informações, qualificação do pessoal etc.) e definir, conjuntamente com o setor privado, projetos mobilizadores de cooperação tecnológica no sistema nacional de inovação para promover especializações estratégicas.[398] Em franca divergência com o CW, o *ECIB* coloca a empresa nacional na base do desenvolvimento tecnológico interno, tendo em vista o papel limitado desempenhado pelas filiais das empresas transnacionais, neste particular, na experiência internacional recente dos países em desenvolvimento.

O oitavo item da agenda do CW é a privatização, cujos objetivos são gerar recursos fiscais e facilitar o controle dos gastos públicos e, principalmente, elevar a eficiência das empresas estatais e da economia como um todo, uma vez que a superior eficiência da empresa privada é um artigo de fé do CW.

O *ECIB* defende a continuidade do processo de ajuste patrimonial do Estado brasileiro em curso, mas salienta que é necessário aperfeiçoá-lo, tomando em consideração a sua coerência com os objetivos básicos da política de competitividade para cada um dos setores produtivos em que estão presentes as empresas estatais.[399] Destaque-se que a privatização não é a fórmula

---

[398] Em linhas gerais, é uma proposta similar a de Perez (1996), que enfatiza uma dificuldade típica da trajetória anterior: o pessoal de P&D apóia fortemente a presença do Estado intervencionista, sendo necessária uma mudança radical nas atitudes empresariais para superar a profunda desconfiança de oportunismo privado por parte dos pesquisadores.

[399] Trata-se do Plano Nacional de Desestatização, instituído por medida provisória em 15 de março de 1990, junto com o Plano Collor I. A proposta do *ECIB* significa, na prática, a revisão do "modelo Usiminas" de privatização, que rompe com o conceito de venda para especialistas ou investidores estratégicos e goza do apoio de uma ampla coalizão empresarial. Ver Velasco Jr. (1997).

preferencial do *ECIB* para obter um substancial fortalecimento fiscal do Estado ou aumentar a eficiência da economia. A privatização também não está associada à atração do IDE, como nos casos argentino e mexicano. A privatização está especialmente ligada às mudanças desejadas no padrão de financiamento da economia brasileira em direção às "finanças industrializantes", como uma das formas sugeridas para atrair a iniciativa privada para os investimentos em infra-estrutura, mas com menor destaque do que as parcerias público-privadas, sendo particularmente designados para estas parcerias os setores de energia elétrica e telecomunicações, os mais cobiçados pelo IDE.

O nono item da agenda do CW, a desregulação da legislação que governa as atividades privadas, normalmente abundante e discricionária na América Latina, gerando incertezas e corrupção, encontra eco na proposta do *ECIB* de reformular o aparato regulatório, assegurando que as empresas operem num ambiente competitivo e exigindo contrapartidas e requisitos de desempenho, transparentes, monitoráveis e fiscalizáveis, em troca de benefícios, proteção ou incentivo fiscal, emulando o exemplo do Leste asiático. O *ECIB* concorda que o arbítrio burocrático deve ser minimizado e que o novo estilo de regulação estatal deve se apoiar em regras do jogo estáveis e transparentes.

O último ponto do decálogo original do CW, a proteção ao direito de propriedade, pode ser substituído com proveito, dada sua improcedência na América Latina, por uma brevíssima discussão sobre a crescente ênfase das instituições multilaterais no enfrentamento da pobreza, que se torna o principal objetivo declarado dos bancos multilaterais na década de 90.[400] A estratégia do CW para reduzir a pobreza apóia-se em três pilares, combinando políticas de longo prazo com medidas emergenciais no curto prazo: aceleração do crescimento econômico, fornecimento de serviços básicos e criação de redes de proteção social, os dois últimos orientados preferencialmente à população pobre (Birdsall e Londoño, 1997).[401]

O *ECIB*, seguindo o exemplo da Cepal (Cepal, 1990), procura articular os temas da competitividade e eqüidade de forma mais orgânica. A herança do método histórico-estrutural nesta articulação é muito clara: o subdesenvolvimento tem na sua origem uma profunda desigualdade estrutural entre capital e trabalho. Ao lado da acumulação de capital humano (a qualificação dos recursos humanos), destacado pelo CW, surgem dois novos temas nessa articulação: a

---

400 No caso da América Latina, o desafio é maior e mais urgente pela deterioração da distribuição da renda (desaparece todo o ganho anterior, registrado entre 1973-82) e forte aumento no número de pobres (crescem em cerca de 60 milhões) na "década perdida".

401 A ênfase do *RDM 1991* para superar a pobreza reside no estabelecimento das condições macroeconômicas para o retorno do crescimento (estabilização com reformas estruturais) e na promoção da educação básica, esta última variável utilizada como *proxy* da acumulação de capital humano.

necessidade do mútuo reconhecimento e da cooperação capital-trabalho nas fábricas e as vantagens de um mercado interno de massas para o novo modelo tecno-produtivo. Nessa visão, a ausência de relações industriais virtuosas e a degradação do mercado interno tornam-se obstáculos à maior competitividade no Brasil na década de 90. Ambos só podem ser superados com uma mudança na relação de forças estrutural entre capital e trabalho, expressa num projeto nacional de desenvolvimento econômico. A hipótese implícita é que a direção do desenvolvimento tecnológico é socialmente determinada e que a adaptação às novas tecnologias permite soluções mais ou menos progressistas, dependendo das restrições que estão sendo impostas aos capitalistas.

A contribuição diferenciada do *ECIB* para superar esses obstáculos é referendar as câmaras setoriais, criadas no âmbito da "Nova Política Industrial" de 1988, que aumentam o poder estrutural dos sindicatos na economia. Dessa forma, espera-se evitar que a necessária redução dos custos, respondendo a um ambiente mais competitivo, concentre-se indevidamente no corte dos salários e dos empregos industriais. As câmaras setoriais são o fórum destinado a acelerar o aprendizado social sobre os *trade-offs* entre maior competitividade e maior equidade.

A contribuição diferenciada do *ECIB*, que não encontra paralelo no CW nem no *mainstream* brasileiro, é a análise da competitividade sistêmica da indústria brasileira. O *ECIB* documenta extensivamente a deficiente inserção internacional e a falta de progresso técnico endógeno da indústria brasileira. A exemplo dos evolucionistas (ver Capítulo 5), destaca na competitividade da indústria brasileira a importância das mudanças tecnológicas (a geração e a difusão do progresso técnico), das características e dos comportamentos empresariais (a estrutura de incentivos; a organização interna; a capacitação e as estratégias das empresas); e das instituições, concebidas como redes mais amplas de relações sociais e políticas que sinalizam restrições e incentivos para as decisões microeconômicas. Do ponto de vista dos macroeconomistas, destacam-se os seguintes pontos sobre a inserção internacional brasileira nos fluxos de comércio internacional (Coutinho e Ferraz, 1994):

- O ajuste externo do setor privado na década de 80, apesar da criação de novos setores exportadores entre 1979-84, não impede a perda de participação das exportações brasileiras nas mundiais após 1984, denotando uma incapacidade de criar vantagens comparativas dinâmicas.

- A inserção no comércio internacional da indústria brasileira caracteriza-se pela exportação de *commodities* intensivas em recursos naturais e/ou energia, e de bens intensivos em mão-de-obra barata. Em comum, os setores exportadores enfrentam problemas de lento crescimento da demanda externa (baixo dinamismo), excesso estrutural na oferta mundial, deterioração nos termos de troca ocasionada pela queda dos preços dos

seus produtos e maior protecionismo nos países desenvolvidos. Não há convergência da especialização industrial brasileira com a internacional, ao contrário dos países em desenvolvimento do Leste Asiático.

- As importações crescem a uma taxa mais de duas vezes superior a das exportações entre 1987-89 (o início da abertura comercial) e 1993, uma prova da repressão anterior das importações e da pressão que a abertura comercial coloca sobre a oferta nacional.

- As empresas nacionais possuem uma insuficiente capacitação tecnológica para desenvolver novos processo e produtos. Especialmente, destacam-se as dificuldades em internalizar e gerar capacidade de inovação no complexo eletrônico, fundamental no novo paradigma tecno-produtivo.

- A indústria brasileira demonstra uma limitada difusão dos novos métodos organizacionais e gerenciais e dos sistemas de gestão da qualidade, tanto de produtos quanto de processos de fabricação.

- A cultura da cooperação, inter e intra-empresas, é muito deficiente, dificultando a criação de redes de produção e preservando um padrão anacrônico de relações industriais.

- A estrutura empresarial brasileira encontra-se defasada para enfrentar a concorrência internacional em termos de centralização do capital, da diversificação setorial e das estratégias empresariais dos grandes grupos econômicos nacionais.

- O ajuste defensivo como reposta ao desafio da abertura comercial coincide com uma forte recessão interna, levando as empresas a priorizar os cortes de empregos e investimentos, por meio de freqüentes *downsizings* e da terceirização de diversas atividades, resultando numa maior especialização, resultando com freqüência no *downgrading* e no uso mais intensivo de insumos, partes e componentes importados.[402]

- O setor de bens de capital, difusor por excelência do progresso técnico, é o mais afetado pela instabilidade macroeconômica pós-1979, uma vez que despenca a demanda derivada dos demais setores por seus produtos.

O diagnóstico do *ECIB* da competitividade sistêmica da indústria sugere a oportunidade da introdução do conceito de "fragilidade externa" da economia brasileira como o companheiro obrigatório dos conceitos de "fragilidade

---

[402] Nos fatores determinantes das estratégias empresariais, numa pesquisa de campo com uma amostra de 614 empresas industriais em 1992, as empresas indicaram a retração do mercado interno como o fator principal (em 72% das respostas). Ver Coutinho e Ferraz (1994: 196).

financeira" e "fragilidade tecnológica" nas estratégias de desenvolvimento da visão da Coordenação.

"Fragilidade externa", em primeiro lugar, deve refletir os determinantes financeiros da restrição externa. As contribuições de Tavares (1985 e 1993b) e a discussão na Parte I mostram que num mundo mais interdependente, mas fortemente hierarquizado, como o que caracteriza a recente globalização, países que dependem de créditos internacionais, especialmente créditos de curto prazo, estão sujeitos a perdas inesperadas do grau de autonomia em suas políticas em casos de mudança na conjuntura financeira internacional. O ajustamento desses países (*habitats* não-preferenciais dos investidores internacionais) às mudanças nas condições de liquidez internacional costuma se efetuar por intermédio do brusco racionamento de seus créditos nos mercados financeiros internacionais, como a crise do endividamento prova à exaustão. Em segundo lugar, deve refletir as condições nos lados da oferta e da demanda das exportações e das importações, cujos determinantes principais encontram-se acima, na lista elaborada pelo *ECIB*, cabendo destacar especialmente as conseqüências de médio prazo da "fragilidade tecnológica" aludida anteriormente.[403] Pode-se chamar de "competitividade estrutural" o padrão nacional de especialização produtiva e tecnológica, que tem efeitos retroalimentadores que determinam o dinamismo de longo prazo da economia brasileira. Em terceiro lugar, deve refletir as questões de "poder estrutural" na atual (des)ordem internacional, vale dizer, a débil posição negociadora do país na geoeconomia global. Notadamente, deve refletir o impacto da globalização nas preferências internas por certos regimes de comércio exterior e de IDE e nos resultados das negociações internacionais ("as regras do jogo") multilaterais no âmbito da OMC, das regionais com o Mercosul e das bilaterais. Essas preferências e negociações têm enorme importância na criação de um entorno mais ou menos favorável à geração de saldos comerciais e devem estar presentes numa avaliação qualitativa da "fragilidade externa".

A "fragilidade externa" da economia brasileira justifica os controles aos movimentos de capitais, inclusive aos fluxos de IDE, um constante monitoramento e grande pragmatismo na condução do comércio exterior, políticas específicas de promoção das exportações e cautela na gestão das políticas de estabilização, em particular a política cambial, para evitar o retorno a uma restrição externa dominante. Principalmente, demanda políticas estratégicas destinadas a criar vantagens comparativas dinâmicas, no âmbito de um projeto nacional de desenvolvimento, que permitam a redução dessa "fragilidade externa" no médio e longo prazos.

Um balanço final, não só da contribuição do *ECIB* e das suas propostas, mas daquelas surgidas dos economistas brasileiros que partilham da visão da

---

[403] Essas conseqüências dinâmicas encontram-se elaboradas em Canuto (1994b).

Coordenação, em particular dos ligados à UNICAMP, não pode ocultar algumas de suas limitações. Em primeiro lugar, a visão da Coordenação apresenta *per se* uma relativa inadaptação ao período contemporâneo de intensas mudanças tecnológicas e maior instabilidade do sistema financeiro internacional, que afetam dramaticamente os padrões de inserção internacional e aumentam significativamente a incerteza para todos os agentes envolvidos. Nestas circunstâncias, diminui seu apelo pelo provável aguçamento do conflito político sobre a distribuição das perdas e ganhos. Pode-se aplicar, nesse particular, os argumentos dos economistas do CW, utilizados para explicar a resistência às reformas: os ganhadores potenciais são muitos, mas desorganizados e mal-informados; os perdedores potenciais são poucos, mas organizados e bem-informados, com suficiente poder e influência para vetá-las. Em segundo lugar, em 1992-94 a economia brasileira encontra-se imersa numa profunda crise econômica e política, com todas as incertezas resultantes.[404] Em terceiro lugar, não há uma tradição nacional de valorização dos elementos de cooperação e coesão social, que são ingredientes essenciais dessa visão, muito antes pelo contrário. Em quarto lugar, a visão da Coordenação é intensiva em capacitação estatal, num momento em que o Estado brasileiro encontra-se fragilizado financeira e administrativamente. Finalmente, a visão da Coordenação encontra uma poderosa rival na visão do Mercado, expressa pelo CW, apoiada pelos EUA e sendo adotada por diversas economias nacionais na região.

7.5 Conjunturas e Conjecturas

Essas considerações ressaltam a importância crucial de uma "economia política" das reformas também na visão da Coordenação. Suponha-se que um novo governo ou uma nova equipe econômica partidário dessa visão, diante do agravamento da inflação, decida implementar um novo plano de estabilização. O máximo apoio parlamentar que provavelmente recebe inicialmente é a aprovação de um minipacote fiscal. Parece correto assumir que a acumulação da capacidade de reformar deste governo depende fundamentalmente da trajetória da estabilização no médio prazo.

Essas considerações mostram que nenhuma proposta, formulada na conjuntura de 1992-94, poderia ignorar o enorme cansaço da opinião pública com a ameaça de hiperinflação e a conseqüente legitimidade política que estava sendo dada a programas ortodoxos nos quais a estabilidade é o critério incondicional, comprovada nos casos da Argentina, do México e do Peru. No embate ideológico e retórico que se trava naquela conjuntura no Brasil, deve-se reconhecer que os economistas que compartilham da visão da Coordenação, a

---

[404] Observa-se que um dos traços característicos das crises dessa natureza é a mudança, freqüentemente brusca, nas estratégias perseguidas pelos atores sociais, e a ocorrência, entre eles, de realinhamentos drásticos. Cruz (1997: 16-17)

exemplo de seus adversários neoliberais, propõem um "pacote" completo e complexo de reformas, destinadas a modificar substancialmente a regulação do capitalismo no Brasil. Nas suas conjecturas, renunciam a um enfoque menos ambicioso, pragmático, encadeado e incrementalista, para a resolução dos problemas da estabilização e do crescimento sustentado quando, paradoxalmente, crescem as possibilidades de implementá-lo com relativo sucesso.[405] Na questão crucial da "economia política" das reformas, também há uma avaliação relativamente otimista das possibilidades imediatas de concerto social na sociedade brasileira, que deve ter pesado decisivamente na opção pelo "pacote".[406]

A renúncia a um enfoque incrementalista parece se dever a duas razões. A primeira, é uma avaliação negativa da possibilidade de sustentação dos fluxos de capitais privados e da sua composição para os países em desenvolvimento na década de 90. A menor restrição externa, assegurada pela nova conjuntura financeira internacional, não é vista como permanente e a predominância dos fluxos de curto prazo na sua composição pode levar facilmente a um crise financeira de grandes proporções, a exemplo das fracassadas liberalizações do Cone Sul no final da década de 70. A segunda, determinada em certa medida pela primeira, é que os economistas da visão da Coordenação juntam-se inadvertidamente aos economistas do CW no rebaixamento teórico da macroeconomia. O sucesso da estabilização e o melhor desempenho da economia brasileira, no médio prazo, passam a ser determinados primordialmente pelo sucesso de reformas radicais implementadas do lado da oferta, cujos efeitos dinâmicos virtuosos (as "sinergias"), assegurando a recuperação das taxas históricas de crescimento, ganham precedência na análise. A importância decisiva do ambiente macroeconômico (a estabilidade com crescimento, mesmo que moderado) na formulação das estratégias microeconômicas no curto e médio prazos passa ao segundo plano.

---

405 Retoma-se aqui uma preocupação presente nas críticas de Fanelli, Frenkel e Taylor (1992) ao CW: a concentração das reformas estruturais num espaço temporal reduzido costuma ter efeitos dinâmicos inesperados que podem prejudicar a própria consecução dos objetivos de curto prazo. Esta crítica também é válida para as reformas não são neoliberais. Uma estabilização intensiva em reformas é sempre de alto risco. Por sua vez, a seqüência das reformas não tem nenhuma "teoria" que possa justificá-la *a priori*, dependendo essencialmente das instituições anteriores e das necessidades e possibilidades da trajetória de estabilização. Como afirmam vários economistas com experiência pública, uma estabilização com sucesso, em condições conjunturais complexas, está mais para a arte do que para a ciência.

406 Esse otimismo, que não se restringe aos economistas, deve-se à resistência dos empresários industriais brasileiros em aceitar integralmente as conseqüências do ajuste neoliberal proposto pelo governo Collor. Uma entidade que congrega grandes empresários nacionais, o IEDI, integrante do consórcio do *ECIB*, elabora uma estratégia de desenvolvimento para a indústria (IEDI, 1992b), que é entusiasticamente recebida por um cientista político no momento de seu lançamento: Dois anos depois de deslanchado o turbilhão de mudanças que vêm sendo produzido em nome de um programa liberal de modernização econômica, surge entre os empresários um discurso bem definido, que se inspira no exemplo do Japão, da Coréia e em outras experiências nacionais bem-sucedidas, e as toma como caução de um projeto alternativo. (Cruz, 1997: 163)

Implicitamente, os projetos de reformas estruturais, de qualquer matiz político-ideológico, requerem uma grande centralização de poder nas mãos dos "reformistas" e supõem mudanças radicais nos comportamentos dos agentes microeconômicos, garantidas por analogias com casos de "sucesso" em outras paragens. Pensando-se nas conseqüências políticas mais amplas, o pessimismo com as possibilidades de integração na globalização financeira e a concentração da argumentação nas reformas estruturais retira das forças políticas populares, às quais estão organicamente ligados, a própria demanda por estabilização e uma proposta operacional e vendável à opinião pública no intenso debate ideológico do período.

As raízes da ênfase nas reformas estruturais parecem se encontrar na prolongada validade temporal da hipótese, associada à conjuntura financeira internacional anterior, de que a fase inicial da estabilização, na qual devem vigorar políticas fiscal e monetária mais restritivas, joga a economia em recessão e num círculo vicioso, pela provável atitude *wait-and-see* dos empresários privados. Daí a importância do apoio externo ou de um superajuste fiscal para aumentar a "credibilidade" com os agentes privados e sustentar um nível adequado de investimentos públicos que induzam ao investimento privado.

Na verdade, a alternativa operacional aceitável de plano de estabilização para os economistas da visão da Coordenação, o choque heterodoxo com uma âncora cambial nominal para os preços, suplementado por políticas de rendas, por metas para a conta corrente e por controles de capitais, tem fortes tendências expansionistas que, na presença de uma forte restrição externa, encontra seus limites na remarcação dos preços dos bens e serviços no mercado interno, em resposta à maior demanda, e, em última instância, na crise cambial que engendra rapidamente. O perigo imediato não é a recessão, mas a capacidade limitada de importar para disciplinar a formação dos preços internos e implementar um processo contínuo de desinflação na fase inicial do plano.

A superação da restrição externa dominante, pela entrada de novos capitais voluntários de curto prazo, inesperada para a maioria dos economistas de todas as tendências, não desbloqueia automaticamente a resolução conjunta do problema da estabilização e da retomada do crescimento sustentado, mas permite uma maior folga cambial, reduzindo o poder de veto dos exportadores à qualquer redução do saldo comercial, imprescindível para viabilizar uma estratégia de estabilização sem a ameaça de recessão e crise cambial no médio prazo. Os graus de liberdade na formulação da política econômica podem ser ampliados pela procura de um acordo de longo prazo relativamente inovador, ainda que limitado nos seus ganhos, sobre a dívida externa, elevando a confiança privada na sustentabilidade das posições externas no médio prazo.

Um breve exercício de conjuntura e conjectura, ainda que *ex post*, pode ajudar a demonstrar que a concentração excessiva nas reformas estruturais, subestimando a estabilização, enfraquece o apelo político da visão da Coordenação no decisivo período de 1992-93. Numa descrição sumária das conjunturas econômicas nacional e internacional neste período, a economia brasileira emerge lentamente de uma recessão profunda e o mercado de trabalho encontra-se desaquecido, uma conjuntura favorável à estabilização, pela baixa pressão inicial da demanda interna sobre a capacidade produtiva. As grandes empresas privadas estão líquidas e com baixo grau de endividamento.

Na economia internacional, os fluxos líquidos de capitais privados para os países em desenvolvimento aumentam quase quatro vezes entre 1989-93.[407] O IDE e as aplicações nas Bolsas de Valores representam mais do que 75% do aumento nos fluxos neste período. Abre-se a disponibilidade de financiamento internacional de médio prazo para uma parte do setor privado, representado pelas grandes empresas e por algumas grandes estatais, além da situação favorável da balança comercial e da taxa de câmbio em 1992-93.[408] Adicionalmente, não há previsão de choques internacionais desfavoráveis nos preços das *commodities* importadas essenciais e as condições gerais da economia internacional são deflacionárias. O dólar, a moeda-âncora regional, encontra-se relativamente enfraquecido nos mercados internacionais. As taxas de juros internacionais, nominais e reais, são as mais baixas desde 1979. Várias economias latino-americanas encontram-se em fase de recuperação com maior abertura comercial, criando novas oportunidades de mercado para as exportações brasileiras. A constituição do Mercosul, sinalizando a intenção de formar um novo espaço econômico regional ampliado, é uma inovação institucional de extrema importância, não só para dinamizar o comércio intra-regional, mas também para oferecer uma sinalização de longo prazo aos fluxos de IDE. Pode ainda oferecer uma "âncora verde" na formação dos preços agrícolas e alimentícios internos, que quase sempre lideraram a alta dos preços pós-estabilização nos fracassos anteriores.

Sem dúvida, as condições internacionais são as mais propícias para um plano de estabilização desde 1982, mas dois sinais de alerta não podem ser

---

407 Depois da crise do México, são os fluxos de carteira para os países em desenvolvimento, especialmente os que se dirigem às Bolsa de Valores, os que sofrem uma maior retração em 1994-95. Porém, prossegue o dinamismo do IDE e há uma retomada dos empréstimos bancários, mostrando a vitalidade da inserção na globalização financeira destes países, apesar da crise e da saída generalizada da recessão na OCDE. Naturalmente, a crise asiática de 1997 também mostra os perigos desta inserção.

408 Na origem do *boom* de aplicações em carteira para os países em desenvolvimento, encontra-se uma importante medida de desregulação nos EUA: em abril de 1990, a *Securities Exchange Commission* aprovou a regulação S e a regra 144a, pelas quais as emissões de ações estrangeiras (ADRs e GDRs) podem ser colocadas nos fundos institucionais dos EUA.

esquecidos: a profunda crise do Sistema Monetário Europeu em 1992-93, demonstrando a volatilidade e a violência dos fluxos de capitais na globalização, e os resultados pífios da Rodada Uruguai para os países da América Latina.[409]

Finalmente, a reforma comercial em curso torna a formação dos preços internos muito mais sujeita à concorrência internacional e o setor público ainda controla uma gama substancial dos preços-chave nos setores de bens não-comerciáveis, facilitando a implementação de uma política de rendas.

A tese defendida neste exercício é que a mudança na conjuntura financeira internacional e o seu impacto na configuração dos desequilíbrios macroeconômicos não são corretamente avaliados nessa conjuntura complexa, faltando aos economistas da visão da Coordenação um maior reconhecimento das potencialidades da estabilização possível sobre as expectativas e os comportamentos empresariais e, em especial, sobre a opinião pública em geral.

Tavares (1993a e 1994a) e Miranda (1993) diagnosticam corretamente a nova complexidade na obtenção de equilíbrios fiscal, monetário e cambial simultâneos para a economia brasileira. O *ECIB* diagnostica extensivamente a opção preferencial do setor privado por estratégias defensivas frente à instabilidade macroeconômica e à reforma comercial no início da década de 90. Porém, somente após o lançamento do Plano Real, Miranda (1994) divulga uma inovadora análise sobre o comportamento defensivo dos agentes no início da década de 90 no Brasil, fortemente influenciada por Fanelli e Frenkel (1995), na qual integra de maneira mais orgânica os diagnósticos dos desequilíbrios macroeconômicos e dos comportamentos microeconômicos dos agentes. Nessa análise, postula-se uma forte interação "macro-micro" na estratégia dos agentes privados: a desordem macroeconômica eleva o grau de incerteza sistêmico e assume importância crucial na explicação dos seus comportamentos defensivos para reduzir as incertezas. Mas também é lícito concluir que uma reversão do cenário macroeconômico adverso, proporcionada pela suspensão da restrição externa dominante devido às entradas de capitais, e a subseqüente redução das incertezas sistêmicas com o sucesso inicial da estabilização podem desarmar vários destes comportamentos e seus efeitos de realimentação sobre as próprias variáveis macroeconômicas.[410]

Retrospectivamente, com base nessas contribuições, parece apropriado afirmar que, na nova conjuntura financeira internacional de 1992-93, as conjecturas

---

[409] Para os resultados da Rodada Uruguai, ver Presser (1996).

[410] Somente um enfoque "macro-micro" pode dar conta do paradoxo apontado pelos evolucionistas em Dosi, Freeman e Fabiani (1994): as estratégias das empresas jogam um papel central no aprendizado tecnológico, mas as flutuações macroeconômicas parecem ser mais importantes para explicar até desempenhos setoriais específicos.

da visão da Coordenação não exploram adequadamente as potencialidades de um choque estabilizador heterodoxo no Brasil. Em especial, a criação, durante a fase de estabilização, de um novo ambiente macroeconômico que assegure condições de crescimento sustentado sem distorcer fundamentalmente a estrutura dos preços relativos e dos incentivos microeconômicos no médio prazo, em prejuízo da elevação da competitividade de longo prazo da economia brasileira. As reformas estruturais podem ser implementadas gradualmente, reforçando a confiança no programa de estabilização e reduzindo-se a probabilidade de criar focos de instabilidade adicionais.

Nas questões do regime cambial e da restrição externa, deve-se lembrar que a ênfase inicial numa taxa de câmbio estável e favorável às exportações no longo prazo, uma das lições inequívocas dos sucessos asiáticos, subestima a importância de duas outras lições, retiradas da própria experiência brasileira contemporânea: a estabilização é um requisito essencial para manter a taxa de câmbio real estável no longo prazo e aumenta o poder de compra dos rendimentos dos ocupados.[411] Este último fator, em conjunto com a volta do crédito, confere um nítido caráter expansivo ao nível de atividade econômica, afastando a ameaça de uma saída recessiva e mudando as expectativas dos agentes privados sobre o dinamismo do mercado interno.

Essa mudança nas expectativas pode ter um grande impacto nas estratégias empresariais, dada a opção preferencial pelo mercado interno na estratégia defensiva dos maiores grupos econômicos nacionais e o compromisso da visão da Coordenação com um modelo que dinamize este mercado.[412] A hipótese básica é que a maior concorrência, possibilitada pela folga cambial, passe a ser vista como um fenômeno "permanente", "coordenando" mais rapidamente as decisões macroeconômicas e microeconômicas. Não menos importante, torna-se um mobilizador importante do apoio político das classes populares aos reformistas.[413] Assim, no curto prazo, a taxa de câmbio deve permanecer fixa, para possibilitar que o anúncio da permanência do novo regime cambial e a consistência do conjunto das demais decisões assegurem um choque desinflacionário substancial nas expectativas privadas. Permanece, naturalmente, a necessidade de monitorar o nível de atividade em função dos duplos objetivos de estabilização e da conta corrente, esta última em face da "fragilidade externa".

---

411 Para a volatilidade da taxa de câmbio real no Brasil, ver Souza (1991).

412 Essa opção preferencial encontra-se documentada em Ruiz (1994).

413 Trata-se de influenciar inicialmente os investimentos privados pela elevação da eficiência marginal do capital e pela necessidade de realizar de investimentos ligados à "reação oligopolística", frente à entrada de novos rivais nos mercados anteriormente protegidos. Note-se que há considerável evidência empírica nos países desenvolvidos mostrando que os investimentos privados são mais desestimulados pela volatilidade e pelo nível elevado da inflação do que por altas taxas de juros reais (desde que a tendência esperada seja de queda destas últimas).

Na questão do aprendizado tecnológico, o longo período de instabilidade macroeconômica e estagnação eleva os "hiatos tecnológicos" da produção nacional em face do padrão internacional, como documentado pelo *ECIB*. O problema da convergência para o padrão internacional é essencialmente de longo prazo e necessita da formação de um projeto estratégico, mas a mudança nas estratégias empresariais em resposta a um ambiente macroeconômico menos restritivo e mais aberto possibilita aumentos fáceis de produtividade na fase inicial. Vale dizer, os rendimentos são fortemente crescentes nesta fase, reduzindo os impactos negativos da inevitável valorização cambial.[414] Note-se ainda que a recuperação brasileira tende a criar um dinamismo muito favorável no comércio regional, criando novos mercados para diversificar e incrementar as exportações.

Quanto ao IDE, seu baixo dinamismo na economia brasileira na década de 80 está associado em boa parte à desordem macroeconômica e pode-se esperar que a estabilização e o anúncio de um programa de privatizações que permita *joint ventures*, somados ao dinamismo do processo de integração regional (a Argentina encontra-se em forte expansão neste período) e à estagnação nos países desenvolvidos, provoque um retorno significativo desses fluxos, com conseqüências extremamente positivas sobre as expectativas empresariais, por representar o fim à ameaça de exclusão da ordem global.[415] A própria entrada de capitais especulativos para as Bolsas de Valores têm dois efeitos desejáveis no curto prazo: aumentar as reservas internacionais do Banco Central e valorizar os ativos reais nacionais, aumentando o colateral para o subsequente processo de endividamento para financiar os novos investimentos ou o valor dos ativos estatais julgados privatizáveis.

Na questão do ajuste fiscal, supõe-se que o pacote fiscal prévio, a remonetização da economia e a expansão do nível de atividades, que pode ser acompanhada de uma elevação transitória dos impostos sobre o consumo para evitar uma excessiva dependência da política monetária no seu controle, colaboram decisivamente para uma solução de emergência. Além disso, sendo o Estado um grande devedor em dólares, a valorização também auxilia na obtenção do equilíbrio fiscal na fase inicial da estabilização. Porém, há uma

---

414 Do ponto de vista da produção, Ramos (1989) apresenta uma série de razões que, até pela ótica dos novos keynesianos, justificam a afirmativa que a rigidez dos mercados de bens (o grau de monopólio) cresce durante a recessão, indicando uma assimetria do comportamento das empresas na formação dos preços favorável à desinflação durante a retomada do nível de atividade. Além disso, também do ponto de vista do financiamento, uma conjuntura de recessão com inflação alta aumenta sobremaneira o racionamento dos créditos bancários ao setor privado, que tende a retornar rapidamente com um ambiente menos adverso.

415 Segundo o Banco Mundial (World Bank, 1997), os fluxos de capitais privados para os países em desenvolvimento são multiplicados por mais de seis entre 1990-96, concentrando-se em apenas dez países "emergentes", entre os quais figura o Brasil.

unanimidade entre os mais diversos analistas que o Estado brasileiro encontra-se destituído de qualquer capacidade reestruturante, não se recomendando estratégias que façam um uso simultaneamente intensivo e extensivo de suas capacitações no curto prazo. O anúncio de um desengajamento mais amplo do Estado nas tarefas produtivas e no fornecimento da infra-estrutura pode consolidar as expectativas favoráveis do setor privado e viabilizar as desejadas alianças estratégicas para a reestruturação competitiva entre Estado, indústria e sistema financeiro, interrompendo as estratégias defensivas e patrimonialistas.

Na questão crucial do financiamento do desenvolvimento, a alternativa natural, num enfoque incremental, são medidas de curto prazo destinadas a elevar a eficiência dos bancos e a regular a exposição dos bancos e grandes empresas aos fluxos externos, especialmente vedando a utilização extensiva desta fonte de recursos para alavancar surtos de consumo ou especulativos. Trata-se de manter aberta uma rota de escape para uma desvalorização posterior, acaso necessária, sem o perigo de desencadear uma crise financeira privada de grandes proporções. No médio prazo, permanece o desafio de reforçar as fontes de financiamento interno e assegurar uma interação virtuosa entre os sistemas financeiros nacional e internacional.

Por fim, o sucesso da estabilização pode proporcionar consideráveis ganhos políticos e maior autonomia a um governo partidário da visão da Coordenação, permitindo-lhe propor as reformas estruturais para catalisar uma onda de investimentos estratégicos.

De qualquer maneira, reconhece-se que a redução da incerteza dos agentes internos é limitada, mesmo com base em hipóteses otimistas sobre os novos comportamentos microeconômicos. Deve-se sempre ter presente que o conceito de "fragilidade externa" recorda que países que dependem de créditos internacionais, especialmente créditos de curto prazo, estão sujeitos a perdas inesperadas do grau de autonomia em suas políticas, explicando talvez a relutância dos economistas da visão da Coordenação em referendar uma estratégia de estabilização baseada numa âncora cambial, ainda que com salvaguardas.

Essa relutância encontra apoio empírico em Cohen (1997), que defende medidas preventivas para evitar o endividamento externo excessivo nos países latino-americanos, por exemplo, a adoção de proporções críticas inferiores às adotadas pelo BM para sinalizar uma elevada probabilidade de crises financeiras (*defaults*). Os indicadores críticos do BM são: proporções dívida externa/exportações maior do que 220% e dívida externa/PIB maior do que 80%. Cohen propõe três indicadores, mais estritos, para os limites ao endividamento: 1) dívida/exportações maior do que 200%, que deve ser o principal indicador de solvência; 2) dívida/PIB maior do que 50% e

dívida/receitas fiscais que ultrapasse 290% (este último, um indicador da capacidade fiscal para enfrentar desequilíbrios de curto prazo no balanço de pagamentos). Ultrapassados estes limites, Cohen calcula que a possibilidade de um reescalonamento por *default* é superior a 60%.

O exercício realizado acima apenas ressalta os perigos eventuais da redução da importância da mudança da configuração dos fatores macroeconômicos (a conjuntura) em conjecturas que enfatizam os fatores estruturais, podendo levar a um excessivo pessimismo no curto e médio prazos. Não se pretende, porém, defender aqui a tese ingênua que são os equívocos de uma análise "técnica" da conjuntura os principais responsáveis pela derrota política das teses da Coordenação no Brasil em 1994. Pelo contrário, sua derrota deve ser atribuída a seus maiores méritos: a defesa de uma mudança estrutural na relação de forças em favor dos trabalhadores na sociedade brasileira; a defesa do controle sobre os capitais especulativos, num momento em que se agigantam os ganhos de arbitragem e especulação para agentes privados com acesso aos mercados internacionais; e a defesa da discussão política, num ambiente democrático, das grandes decisões sobre o projeto nacional de desenvolvimento, numa conjuntura em que decisões cruciais sobre transformações estruturais da economia brasileira devem ser tomadas. A defesa desses pontos não passa desapercebida aos setores mais conservadores da sociedade brasileira, que se congregam em torno da solução neoliberal, julgada mais favorável aos seus interesses. A convergência dos economistas do *mainstream* em torno dessa solução no Brasil é o objeto do próximo e último Capítulo.

PARTE IV. A ADESÃO AO CONSENSO DE WASHINGTON NO BRASIL

8. POLÍTICAS MACROECONÔMICAS, RESTRIÇÃO EXTERNA E REFORMAS ESTRUTURAIS NO BRASIL NA DÉCADA DE 90: AS ORIGENS DO PLANO REAL

Introdução

A hipótese básica que governa o debate sobre a macroeconomia da estabilização no Brasil, no final da década de 80, é que não se pode esperar, provavelmente por muitos anos, uma contribuição expressiva da poupança externa ao processo de desenvolvimento econômico. Nestas condições externas restritivas, discute-se como estabilizar e voltar a crescer numa economia que se encontra na fase avançada de um regime de alta inflação, adquirindo características próximas da hiperinflação e tornando-se, cada vez mais, resistente a terapias convencionais e propenso à aceleração diante de choques inflacionários, como o aquecimento da demanda interna ou eventuais choques externos. Nesta discussão, a principal novidade é a crescente convergência no diagnóstico e na terapia do ajustamento entre o *mainstream* internacional, representado pelo CW, o *mainstream* brasileiro e os neo-estruturalistas da PUC-RJ, particularmente os pioneiros da tese da inflação inercial.

A tese da inflação inercial original é bem sintetizada por Modiano (1992): no período 1981-85, a inflação brasileira parece ter propriedades específicas e uma dinâmica própria, resistindo às pressões deflacionárias da recessão e do desemprego, um sinal da predominância da inércia inflacionária sobre as condições da oferta e demanda agregadas, conferindo prioridade à desindexação da economia no combate à inflação. No entanto, em seu diagnóstico dos sucessivos fracassos dos planos heterodoxos de estabilização, os Planos Cruzado (fevereiro de 1986), Bresser (junho de 1987) e Verão (janeiro de 1989), o autor verifica que combater a inércia inflacionária se transforma na própria essência destes planos:

> Os Planos Cruzado, Bresser e Verão não produziram mais do que um represamento temporário da inflação, uma vez que não foram solucionados quaisquer dos conflitos distributivos de renda ou atacados os desequilíbrios estruturais da economia, que poderiam ser considerados focos de pressão inflacionária a curto prazo. Não se logrou reduzir as transferências de recursos para o exterior. O desequilíbrio das contas do governo se agravou. A política monetária foi predominantemente acomodatícia. O setor empresarial passou a se defender com maior presteza e eficácia de quaisquer defasagens ou ameaças de defasagem, dos preços em relação aos custos. E os trabalhadores manifestaram com veemência crescente sua insatisfação quanto ao poder de compra dos salários. Assim, restou apenas ao governo promover desindexações e, em seguida, administrar as inevitáveis acelerações da inflação. (Modiano, 1992: 382)

Modiano aponta três efeitos perversos e permanentes desses fracassos: primeiro, a generalização de comportamentos defensivos como parte do processo de aprendizado dos agentes privados, ocorrendo reajustes cada vez mais freqüentes e generalizados de preços a cada nova escalada inflacionária,

acelerando a inflação e tornando um novo choque inevitável; segundo, uma perda acentuada da eficácia inicial dos sucessivos congelamentos sobre a inflação residual; e terceiro, os reflexos negativos na taxa de investimento da elevação da incerteza que acompanha a maior instabilidade macroeconômica.

No final da década de 80, a tese da inflação inercial é reformulada por alguns de seus autores para incorporar esses efeitos perversos. Destaca-se, pela importância teórica e prática posterior, a reformulação de Resende (1989): parece haver na economia brasileira uma tendência inexorável à hiperinflação, cujos sinais mais evidentes são a sua crescente desorganização e a incapacidade operacional do governo. Cria-se um ambiente macroeconômico em que a capacidade de financiamento do setor público se reduz drasticamente pelo esgotamento generalizado das suas fontes de financiamento. A inflação passa a ser dominada pelas expectativas, desaparecendo a inércia e crescendo a utilização do dólar, pela cotação do mercado paralelo, como unidade de conta e de referência para a determinação dos preços. Portanto, Resende enxerga na substituição da moeda nacional, a "dolarização", o mecanismo último de defesa dos agentes econômicos contra a desordem macroeconômica, tornando-o, como se mostra mais tarde, a base de uma influente proposta alternativa de estabilização.

O exame das razões do fracasso da heterodoxia e as reformulações dos inercialistas pioneiros no Brasil marcam uma crescente convergência para o diagnóstico e a terapia do *mainstream* internacional, analisados na Parte II. Há consenso de que a retomada do crescimento requer, previamente, o controle da inflação e a restauração da poupança pública. Deste consenso, surgem os quatro grandes temas que dominam o debate interno no início da década de 90 no Brasil: a superação da inércia que sustenta o regime de alta inflação, o restabelecimento do equilíbrio orçamentário, a importância das reformas estruturais e a recuperação da credibilidade das autoridades econômicas. Desde o final de 1991, este debate sofre a influência da profunda mudança na conjuntura financeira internacional, com o retorno dos países latino-americanos aos mercados internacionais de capitais.

Antes do Plano Collor, a discussão do primeiro tema, o papel da inércia no controle da inflação, é dominada pelo ataque dos inercialistas pioneiros ao "gradualismo", especificamente ao retorno da ortodoxia tradicional, representada pelo "feijão com arroz" do ministro da Fazenda Maílson da Nóbrega, que sucede ao ministro Bresser Pereira no início de 1988. A essência do "feijão com arroz" é a hipótese que políticas mais ortodoxas, que almejam alcançar uma gradual redução do déficit público, conduzem à queda da inflação, dispensando os mecanismos heterodoxos.[196]

---

196 A política econômica do ministro Maílson da Nóbrega (1988-90) encontra-se exposta e criticada em Carneiro e Buainaim (1990).

Resende (1989) aponta três razões principais para o fracasso do gradualismo: primeira, o governo torna-se vítima da inflação pela redução da carga fiscal líquida (resultado do efeito Olivera-Tanzi e da maior sonegação); segunda, há uma menor possibilidade de financiar o déficit público por meio da senhoriagem sem acelerar a inflação, pela redução do valor real da base monetária sobre a qual incide o imposto inflacionário;[197] e terceira, a dinâmica assimétrica das expectativas numa economia fortemente indexada assegura que as reações defensivas dos agentes, ao menor sinal de descontrole da inflação esperada, aceleram de fato a inflação, obrigando o governo a promover uma nova intervenção pública nos mecanismos da indexação ou nos preços, podendo precipitar a hiperinflação, se houver uma perda de confiança definitiva nos mecanismos de indexação.

Resende (1989), criticando o "feijão com arroz", reafirma a superioridade de um enfoque baseado na complementaridade entre os elementos "ortodoxos" e "heterodoxos" na estabilização, ambos indispensáveis. Os principais elementos deste enfoque são:[198]

- a desindexação neutra da economia, preservando os valores médios na conversão dos contratos;[199]

- a neutralização do componente "expectativas" por meio do estabelecimento de âncoras nominais, tais como a taxa de câmbio, os salários e alguns preços-chave da economia;[200]

---

197 Exercícios econométricos sobre a relação entre senhoriagem e inflação no caso brasileiro encontram-se em Giambiagi e Pereira (1990).

198 Note-se que Resende (1989) é uma versão mais completa da análise conjuntural presente no documento elaborado por um grupo de economistas e sociólogos, sob a coordenação de Hélio Jaguaribe, com a participação do próprio André Lara Resende, Edmar Bacha e Winston Fritsch, para o 1º Seminário de Estudos do PSDB em setembro de 1988. Ver Jaguaribe *et al.* (1989).

199 A preocupação com a "neutralidade distributiva", evidenciada pelas denúncias de "populismo econômico" no Plano Cruzado, deixam profundas seqüelas nos neo-estruturalistas brasileiros, levando-os a defender uma posição francamente reacionária no contexto nacional, a de que um programa de estabilização envolve, sacrifícios iniciais a serem eqüitativamente repartidos entre os vários setores do povo brasileiro (Jaguaribe *et al.*, 1989: 138, grifos meus).

200 Outra demonstração do caráter inequivocamente conservador que assume a visão dos neo-estrutralistas brasileiros é a sua ojeriza aos sindicatos, vistos como um entrave à necessária "âncora salarial" durante a longa reestrutração da economia brasileira: A política de valorização do trabalho terá por objetivo elevar, nãoinflacionariamente, e dentro dos limites que preservem a competitividade internacional de nossa economia, o valor da remuneração do fator trabalho. Tal política se baseará, de um lado, na melhor qualificação da mão-de-obra, através do amplo programa educacional precedentemente referido e que incluirá o adestramento profissional dos trabalhadores. Por outro lado,essa política levará em conta a necessidade, antes de se intentar uma elevação real dos patamares salariais, de se assegurar a abundância da oferta de alimentos, um estável regime de pleno emprego e uma apropriada acumulação prévia de capital, para manter a dinâmica do processo de crescimento econômico. (Jaguaribe *et al.*, 1989: 142, grifos meus)

- um rigoroso controle monetário com metas nominais para a expansão do crédito doméstico total;

- a redução do déficit público, tornando-o compatível com as fontes de financiamento não-monetário, dentro dos limites da expansão do crédito doméstico total.

Os dois primeiros elementos são "heterodoxos" e os dois últimos "ortodoxos". Os elementos "ortodoxos" são fundamentais para evitar que as pressões inflacionárias primárias impeçam a manutenção das âncoras nominais no ambiente de inflação reduzida alcançado por meios "heterodoxos". Demonstrando o elevado grau de consenso dos neo-estruturalistas brasileiros nesta matéria, Resende sublinha que a redução do déficit público não deve ser equivalente ao aumento da receita fiscal, favorecendo um ajuste que promova o corte dos gastos públicos correntes e o aumento dos investimentos públicos em certas áreas em que são complementares aos investimentos privados. Como Bacha (1988), Resende afirma que o aumento dos impostos agrava a disputa por um excedente superior à poupança voluntária, que está na raiz dos processos inflacionários crônicos e, como Bacha e Carneiro (1992), Resende defende que a supressão do déficit fiscal exige uma profunda reforma do Estado e apenas governos "reformistas" devem receber o indispensável apoio externo das instituições multilaterais:

> A opção pela redução do déficit público pressupõe que o ajuste com base na exclusiva redução da transferência líquida para o exterior não é factível nem desejável. Pressupõe que é desejável reduzir a participação do setor público na economia, ainda que a redução, ou melhor a distribuição no tempo da transferência seja possível. Os gastos do setor privado, especialmente o investimento, são considerados mais eficientes, com maior poder gerador de crescimento da renda nacional. A explicitação dessas hipóteses é essencial para esclarecer a discussão sobre estabilização e retomada do crescimento. (Resende, 1989:13, grifos meus)

A outra notória faceta conservadora que os inercialistas pioneiros passam a exibir é quanto ao grau de rigor da política monetária na estabilização que, segundo Resende, deve ser superior ao requerido em condições normais de operação da economia, evitando os aumentos indesejáveis do consumo e da demanda agregada que costumam seguir o lançamento dos programas heterodoxos de estabilização. Esses aumentos refletem particularmente processos especulativos nos mercados de bens e uma antecipação do consumo, ambos devido à desconfiança dos agentes na consolidação do programa, que não levam ao crescimento sustentado e devem ser reprimidos para o programa não esbarrar na restrição externa.[201]

---

[201] Resende adianta as hipóteses sobre o ciclo econômico pós-estabilização que se encontram formalizadas em Arida (1992) e discutidas mais adiante.

Na presença de uma restrição externa dominante, que corresponde à situação do Brasil no final da década de 80, especialmente com o retorno da moratória e a necessidade de acumular atrasados comerciais em 1989, a receita "heterodoxa" dos neo-estrutralistas da PUC-RJ é praticamente tão recessiva quanto a "ortodoxa", uma vez que os dois efeitos colaterais dos elementos "ortodoxos" da estabilização predominam sobre as perspectivas de crescimento: o tamanho do superajuste fiscal desejado (em torno de seis pontos percentuais do PIB) e a política monetária restritiva.[202] Uma medida compensatória freqüentemente recomendada para elevar a demanda agregada, incentivar as exportações por meio de uma maxidesvalorização, entra em conflito com a memória inflacionária dos agentes, especialmente dos trabalhadores organizados.[203]

A conversão quase integral dos neo-estrutralistas brasileiros às teses do CW comprova-se, finalmente, na introdução do tema da credibilidade na sua agenda. Supõe-se que o superajuste fiscal, na fase inicial do programa, influencia positivamente as expectativas privadas, assegurando que a recessão subseqüente seja de curta duração e profundidade. Como um superajuste fiscal depende da reforma do Estado, as reformas estruturais tornam-se elementos necessários da estabilização e a "economia política das reformas" assume posição de proeminência nas suas análises.[204] Essa preocupação transparece anteriormente na oposição de Arida (1991) à sugestão de alongar compulsoriamente os prazos da dívida interna, como já destacado no Capítulo 4. Arida julga que essa medida pode eliminar a credibilidade que ainda resta das autoridades monetárias e provocar uma corrida para a moeda estrangeira, apostando numa reversão espontânea do comportamento cauteloso dos investidores, aceitando novos termos para as maturidades e as taxas de rendimento nos títulos públicos numa estabilização bem-sucedida. Prefere as soluções de "mercado" para incentivar o rearranjo voluntário das carteiras

---

202 Note-se que em Jaguaribe *et al.* (1989: 137): Um limite quantitativo do crédito muito próximo de zero em termos nominais serve de âncora para a estabilidade dos preços, tornando-se automaticamente mais ou menos restritivo, de acordo com a sua menor ou maior desaceleração, demonstrando a conformidade dos neo-estruturalistas com a maior importância da âncora monetária na estabilização naquele cenário internacional.

203 Dornbusch (1990), um dos mais notórios defensores da maxidesvalorização inicial, admite que a meta para o controle da inflação deve ser apenas atingir uma inflação moderada (na região de 20% a 30%) para não tornar o programa de estabilização demasiadamente recessivo. Neste nível de inflação, há um relativo consenso entre os economistas brasileiros de que os mecanismos de indexação são mantidos e a inflação acelera, tornando inviável essa proposta que tem como referências históricas as megadesvalorizações reais promovidas pelas ditaduras do Chile e da Turquia na década de 80. Na verdade, a expressão "política de rendas" no *mainstream* quase sempre é empregada muito mais tendo em vista controlar uma indesejada elevação dos níveis dos salários reais do que para defendê-los.

204 Como se nota na seguinte afirmação em Jaguaribe *et al.* (1989: 137): Dar imediatas e inequívocas demonstrações de inabalável determinação em relação ao objetivo de atingir a estabilidade de preços, o saneamento e a modernização do setor público, ao qual estão subordinados todos os demais objetivos de médio e longo prazos.

privadas, tais como oferecer maiores prêmios nos títulos públicos de longo prazo e cobrar impostos mais altos nos títulos de curto prazo.

A principal divergência no *mainstream* brasileiro, no final da década de 80, é justamente na questão do que fazer com o estoque da dívida interna na estabilização. O problema a ser enfrentado é o rápido crescimento da dívida pública líquida do setor público brasileiro de 36,7% do PIB (16,7% correspondendo à dívida interna) para 46,7% do PIB (30,2% correspondendo à dívida interna) entre 1982-89, período em que a evolução dessa dívida encontra-se marcada pelas seguintes características: grandes dificuldades na obtenção de fontes externas de financiamento; o aumento da importância das fontes internas de financiamento, apesar das dificuldades crescentes de giro da dívida mobiliária; e a predominância da emissão de moeda (expansão da base monetária) para financiar o aumento do endividamento (Furuguem, Pessoa e Abe, 1996).

A dívida pública mobiliária federal lidera o crescimento da dívida total, aumentando de 8,1% do PIB em 1982 para 15,3% em 1989. Em 1989, o crescimento da dívida mobiliária é explosivo (51% quando medido em dólares), em boa parte como resultado das altas taxas de juros reais (33% anuais) em sua rolagem. Os títulos públicos que denominam a dívida mobiliária são de curto prazo (média de 90 dias) e a rolagem dos títulos no *overnight* ultrapassa em várias vezes a base monetária (Furuguem, Pessoa e Abe, 1996).

Zini Jr. (1989a) defende que o problema central da dívida mobiliária é conferir liquidez a cada agente da economia, tornando o financiamento do Tesouro Nacional instável e dependente das expectativas de curto prazo. Essas expectativas tornam-se altamente voláteis por dois mecanismos principais: a facilidade da propagação inflacionária permitida pela própria liquidez dos títulos, cujo poder liberatório permite que as expectativas inflacionárias pessimistas sejam transmitidas imediatamente aos preços; e as fugas para ativos reais. O autor destaca que o financiamento instável do Tesouro torna a gestão da dívida interna mais problemática do que a da dívida externa no encaminhamento da estabilização. A questão é como reduzir os encargos da dívida sem comprometer o funcionamento da economia.

Zini Jr. (1990) apresenta uma solução "heterodoxa", baseando-se nos exemplos históricos: sugere estabelecer um *sinking fund* para fundar a dívida pública brasileira, estendendo seus prazos e modificando seus termos, transformando-a de uma dívida de curto prazo e com taxas de juros flutuantes para uma de longo ou longuíssimo prazo com taxas fixas, dando em troca maiores garantias de pagamento. Essa solução é julgada ir ao encontro dos próprios interesses de longo prazo dos credores, ao permitir desafogar as finanças públicas e evitar um simples repúdio da dívida. Obviamente, a grande dificuldade que enfrenta essa proposta é a conversão compulsória de toda a dívida mobiliária em títulos

de renda fixa (sugere-se que os títulos tenham 10 anos de prazo com juros fixos de 5% anuais), acompanhada da criação simultânea de um fundo de amortização, a partir das reservas internacionais e das ações das estatais, e de um tributo específico para a cobertura dos juros. Às naturais dificuldades internas dessa proposta somam-se as externas, uma vez que numa nova versão o autor tanto recomenda uma postura mais agressiva na renegociação da dívida externa, reduzindo seu serviço pela metade para facilitar o ajuste fiscal, quanto reconhece ser necessária a cooperação internacional para completar a parte denominada em divisas fortes do *sinking fund*.

Resolvido de maneira "heterodoxa" o problema do estoque da dívida pública, a proposta de estabilização em Zini Jr. (1990) enfatiza os fundamentos fiscais e monetários, alinhando-se com o *mainstream*. Como defende uma "abordagem de planejamento" para o regime cambial (Zini Jr., 1989b), mantendo as minidesvalorizações e adequando o critério de correção da taxa de câmbio para cumprir uma dupla meta de crescimento interno e saldo comercial, acaba defendendo a adoção de uma âncora monetária na estabilização.

Nos últimos meses do governo Sarney, há um consenso no *mainstream* que se encontram esgotadas as fórmulas de financiamento do déficit público (que atinge praticamente 7% do PIB em 1989) e que a economia se dirige velozmente para experimentar um episódio de hiperinflação aberta, a exemplo da Argentina. Em fevereiro de 1990, a inflação ultrapassa a marca mensal de 70%, colocando a economia na ante-sala da hiperinflação. Encontra-se na ordem do dia a necessidade de realizar um decisivo ajustamento do setor público, que assegure seu financiamento por meios não-inflacionários e permita o lançamento de um programa de estabilização com ênfase nos fundamentos fiscais e monetários. Como realizar esse ajustamento é uma questão polêmica: uma intervenção concentrada apenas nos fluxos ou uma intervenção mais drástica nos estoques acumulados de dívidas públicas?

O debate no *mainstream* sobre como realizar um ajuste ortodoxo no Brasil, os obstáculos e as soluções encontradas são discutidas em três itens neste Capítulo. No primeiro, discute-se as reações do *mainstream* aos Planos Collor I e II. No segundo, apresenta-se uma rediscussão no Consenso de Washington das âncoras nominais em regimes de alta inflação, já sob a influência da nova conjuntura financeira internacional. No terceiro, apresenta-se a decisão brasileira de liberalizar a conta capital em 1991-93, a decisão-chave que conduz à adoção do Plano Real.

8.1 Os Planos Collor I e II: As Reações do *Mainstream* no Brasil

A eleição do primeiro presidente em eleições diretas após 1964, Fernando Collor de Mello, constitui-se num resultado até certo ponto inesperado, que tanto reflete a profunda crise do sistema político-partidário como a crescente

aceitação do ideário neoliberal no Brasil. Um plano de estabilização é anunciado no dia seguinte à posse do novo governo (16 de março de 1990), sendo imediatamente denominado de Plano Collor pela imprensa. Sua principal medida é a reforma monetária.[205] Além desta, anunciam-se um forte ajuste fiscal (estimado à época em 10% do PIB para 1990), uma política de rendas, um regime cambial com taxas de câmbio flexíveis e um novo estilo de política industrial, que contempla reformas radicais nos regimes de proteção comercial e de incentivos fiscais.

As principais características políticas do Plano Collor são a audácia e o autoritarismo, que servem a um duplo objetivo do Executivo: aumentar sua autonomia política, uma vez que é francamente minoritário no Congresso Nacional, e concentrar os poderes e os instrumentos de intervenção na economia em suas mãos (Martins, 1990).

As principais características econômicas do Plano Collor são objeto de vivo debate no *mainstream*, uma vez que seu figurino não se encaixa perfeitamente nos modelos propostos de estabilização. Suas análises das possibilidades do Plano Collor original, bem como do seu fracasso posterior e da tentativa de remendo representada pelo Plano Collor II, no final de janeiro de 1991, encontram-se retratadas em duas coletâneas de ensaios publicadas pela FGV-RJ, a primeira imediatamente após o Plano Collor original, e a segunda após o anúncio do Plano Collor II (Faro, 1990 e 1991).

As Análises Monetaristas

A convergência de diagnóstico dos economistas do *mainstream* sobre as origens fiscais e monetárias da inflação brasileira, reabilita os monetaristas, no ostracismo depois do fracassado ajustamento ortodoxo entre 1979-85, provocando uma divertida *boutade* de um ex-presidente do Banco Central: Como se pode depreender pela leitura dos jornais e pelas entrevistas de economistas, parece que todos somos monetaristas atualmente no Brasil. (Lemgruber, 1990: 189)

Os monetaristas reconhecem que o diagnóstico sobre a inflação no Plano Collor é diferente daquele prevalecente no Cruzado: a ênfase na inflação inercial é substituída pelo controle do nível de liquidez da economia, sendo a "liquidez excessiva" identificada com elevado estoque de M_4, a moeda indexada. O

---

[205] A reforma monetária instituída pela Medida Provisória Nº 168 de 15 de março de 1990, estabelece uma conversão temporal em datas diversas da antiga moeda (Cruzado Novo) para a nova (Cruzeiro). As regras dessa conversão promovem um brutal enxugamento da liquidez da economia, uma vez que parcela substancial (calculada em 70%) dos ativos financeiros denominados na antiga moeda, públicos e privados, é transformada em títulos públicos, com conversão na moeda nova com um prazo de carência de 18 meses (vencendo em setembro de 1991), rendendo nesse interim correção monetária (pela variação da BTN fiscal) mais juros de 6% ao ano. Os resgates pelo público desses títulos são escalonados a seguir em 12 parcelas mensais iguais e sucessivas. A apresentação oficial do Plano Collor e de suas principais medidas encontram-se em Banco Central do Brasil (1990).

objetivo a ser atingido com a retenção de grande parte da moeda indexada no Banco Central é evitar a sua fuga para mercadorias ou ativos reais, pressionando seus preços e provocando o surgimento de expetativas pessimistas no período imediatamente posterior ao anúncio do plano de estabilização. A hipótese de que a "liquidez excessiva" seja o principal obstáculo à estabilização brasileira é rejeitada energicamente pelos monetaristas. Resumindo o ponto de vista dos membros brasileiros da escola, um dos seus mais influentes representantes afirma que:

> Esta reforma apenas reduziu o estoque de M_4, mas não criou as condições para controlar a base monetária e M_1, que cresciam passivamente, e que persistem tão passivas quanto antes. Ela se preocupou com o controle do que se convencionou chamar de moeda indexada, admitindo que na base de nossa inflação está o crescimento deste agregado monetário. Reduziu o seu estoque para depois controlar o seu fluxo, talvez. Este é um diagnóstico fundamentalmente errado das causas da inflação no Brasil. (Pastore, 1990a: 159, grifos originais)

Adicionalmente, os monetaristas enfatizam os enormes danos causados à "confiança" nos ativos financeiros e à "credibilidade" das autoridades econômicas, quando deveriam ser justamente aumentadas para reduzir os custos recessivos da estabilização, um tema constante da agenda monetarista nas duas últimas décadas, conforme já destacado no Capítulo 1. Essa preocupação nota-se nas avaliações sobre o Plano Collor por outros dois destacados monetaristas :

> O que mais impressiona no Plano Collor é a sua ambigüidade ideológica. A idéia é inserir o Brasil no Primeiro Mundo sob a égide da competitividade e da privatização. Só que, no meio tempo, os capitalistas são tratados aos trancos, não apenas quando merecem o tratamento de marginais por descumprirem a lei ou sonegarem impostos. Mas, sobretudo, porque têm que se conformar com atos de príncipe, como aceitar um seqüestro de 80% dos seus ativos financeiros decretados da noite para o dia. O presidente Collor tem toda a razão para querer um capitalismo sadio, baseado na concorrência e na eficiência, e não nas muletas dos cofres públicos. Mas precisa compreender que nenhum capitalista sadio investe num país onde as regras do jogo mudam de acordo com os humores do soberano. O capitalismo eficiente aceita riscos de mercado. Mas não riscos políticos. (Simonsen, 1990: 128)

> No terreno da teoria econômica convencional a origem do problema inflacionário reside sempre no desequilíbrio do setor público, podendo, evidentemente, haver fatores agravantes desse processo. A receita clássica de combate à inflação seria, então, o ataque frontal a esse desequilíbrio, deixando-se a cargo da iniciativa privada liderar a retomada do desenvolvimento econômico e social. Para assegurar a consecução desse último objetivo, costuma-se deixar livres os preços em geral, desregulamentar a economia, atrair investimentos estrangeiros, estimular exportações etc. Deve-se criar um ambiente favorável aos negócios, a fim de motivar o setor empresarial. Em poucas palavras, ajusta-se o setor público e libera-se o setor privado, que absorveria o provável desemprego criado por aquele ajustamento. Essa é a maneira tradicional de compatibilizar o combate à inflação com o crescimento do emprego e da produção.
>
> O contraste do exposto acima com o Plano Color parece claro. No caso atual, a investida aos ativos financeiros quebrou e desarrumou o setor privado, não havendo qualquer garantia de que o ajustamento venha a ser realizado, pelo menos com a intensidade

> originariamente anunciada. De fato, com o desemprego, tornando-se crescente no setor privado, fica mais difícil promover privatizações e demissões no setor público. Onde seriam absorvidos os novos desempregados? (Senna, 1990: 229-230, grifos originais)

O diagnóstico monetarista reafirma que o regime de alta inflação tem um componente fiscal na sua origem, pela crescente incapacidade do governo financiar seu déficit com dívida pública, mas possuindo como característica principal um crescente descontrole monetário, ao invés de uma suposta "inércia" inflacionária:

> O desequilíbrio pré-hiperinflacionário tinha um componente fiscal, no seu início. Mas depois de instalado, ou mesmo antes disto, o desequilíbrio assumiu visivelmente a característica de um grande descontrole monetário. Em um ponto como este não mais adianta apenas realizar o ajustamento fiscal. Sem ele a política monetária não pode funcionar, mas, sem que se readquira o controle monetário, podem ser realizados ajustamentos fiscais importantes, sem que a hiperinflação seja estancada. (Pastore, 1990a: 167)

Segundo alguns monetaristas, a inflação brasileira apresenta expectativas cada vez mais *forward-looking* pela crescente possibilidade de monetização futura da dívida pública, que não é elevada como percentagem do PIB, quando comparada à média da OCDE, mas possui um grau de liquidez muito elevado. Os déficits fiscais operacionais, após o Plano Cruzado, crescem pelo aumento de seu componente financeiro, tornando mais difícil sua eliminação, que passa a exigir a produção de um superávit fiscal primário. Neste período, o Banco Central executa a política monetária com um enorme grau de passividade, fixando a taxa de juros reais em um nível positivo "razoável" e evitando contaminar todo o estoque da dívida pública com uma eventual elevação nas operações de mercado aberto. A constatação deste dilema pelo público e a crescente suspeita da possibilidade de um calote na dívida pública interna obrigam ao governo a elevar sobremaneira as taxas de juros em 1989, para evitar a monetização do próprio estoque de dívida pública, agravando o problema fiscal e tornando ainda mais negativas as expectativas inflacionárias.

Pastore (1990a) sublinha que o Banco Central torna nulo o preço da liquidez quando emite compromissos de recompra, já que desaparece o risco de perdas de capital na rolagem do financiamento das carteiras das instituições financeiras privadas, permitindo-lhes uma maior alavancagem nas suas operações, até com títulos privados. Sem dúvida, a "zeragem automática" é uma inovação que aumenta a proteção interna à riqueza financeira contra o imposto inflacionário, desestimulando as fugas de capitais, mas no Brasil atinge-se um caso limite, em que praticamente os estoques de títulos públicos e privados são financiados com aplicações diárias e esta extrema liquidez tem um preço nulo. Neste caso, M_1 perde todas as suas funções exceto uma, a de meio de pagamento.

Para Pastore, entre as tarefas de uma reforma monetária, a de maior prioridade deve ser eliminar o mecanismo da "zeragem automática", assegurando um

regime monetário que permita o controle da base monetária e de M_1, uma vez que com o mecanismo de recompra a expansão monetária adquire enorme grau de passividade e caminha a reboque das expectativas de inflação. Enfatiza que a moeda desindexada, M_1, é a única que tem poder liberatório (isto é, pode ser usada para saldar transações e contratos). As aplicações financeiras em *overnight* adquirem poder liberatório e ameaçam elevar a inflação somente se o Banco Central garantir a sua conversão automática em M_1. Ao não eliminar o mecanismo de "zeragem automática", o Plano Collor deixa intacta essa vulnerabilidade inflacionária da economia brasileira. A segunda prioridade deve ser estabelecer um arranjo institucional correto - a independência do Banco Central -, que impeça a autoridade fiscal de financiar seus déficits sacando recursos direta ou indiretamente no Banco Central, que também não é assegurado pelo Plano Collor:

> Os finais clássicos de hiperinflações provocados por monetizações ocorrem com a alteração do regime fiscal, passando-se para outro onde a disciplina é finalmente imposta sobre a autoridade fiscal, e com a criação de um Banco Central independente, que tenha o respaldo político para resistir às pressões para a monetização dos déficits, e que não tenha que acomodar, passivamente, saques diretos de recursos, em moeda, por parte do Tesouro, nem participe, como comprador, nos leilões primários de títulos públicos...No caso brasileiro, tinha que ser imposto o controle da quantidade de moeda através da eliminação do mecanismo de zeragem automática, com o Banco Central exercendo a sua autoridade de realizar, ou não, operações de mercado aberto. (Pastore: 1990a: 167-168, grifos originais)

Nesse diagnóstico, reconhece-se que, no regime monetário anterior, as aplicações em *overnight* podem se converter em moeda (M_1) quase que instantaneamente, e o cancelamento dessas aplicações e a sua transformação em depósitos à vista, com a intenção de trocá-las por ativos reais ou bens, pode desencadear a hiperinflação. Para criar as condições necessárias para o controle monetário, o governo deve reduzir o grau de liquidez dos ativos financeiros não monetários, fechando vários canais de transmissão do efeito-riqueza, o que pode exigir o alongamento compulsório da dívida pública:

> A eliminação do mecanismo de zeragem automática, complementada pelas medidas que fossem necessárias para reduzir o grau de liquidez dos demais ativos financeiros, seria necessariamente traumática, deixando seqüelas, pela impossibilidade de evitar-se alguma violação dos direitos individuais. Mas ela poderia apenas violar o questionável direito de ter toda a riqueza financeira com liquidez instantânea, a um preço nulo, sem violar o direito de dispor das poupanças acumuladas no passado. Em qualquer país do mundo, a liquidez tem um preço, e ninguém consegue converter seus ativos instantaneamente em moeda, a não ser à custa de alguma perda de capital. (Pastore, 1990a: 169, grifos originais)

Naturalmente, o alongamento compulsório da dívida pública (uma solução, por sinal, adotada pelos ortodoxos condutores da política econômica argentina em 1989-90) impõe uma tremenda disciplina fiscal sobre as autoridades econômicas, que não logram, por algum tempo, emitir nova dívida pública.

Para viabilizar a compulsória eliminação do déficit fiscal, um imposto sobre o capital (*capital levy*) é uma alternativa aceita por Pastore.

Messemberg (1997) chama a atenção para o fato de que o diagnóstico monetarista tradicional de Pastore choca-se, em pontos importantes, com o de Simonsen (1990), autor que exerce maior influência sobre os inercialistas pioneiros. Simonsen afirma que a definição de demanda por moeda relevante para determinar a inflação, num modelo monetário com títulos de curto prazo, é a demanda por M_4.[206] Na definição de M_4, antes do Plano Collor, "moeda" e "poupança" certamente estavam embaralhadas, mas a liquidez da economia não é uma função do estoque, mas da taxa de expansão e da velocidade-renda de M_4. Por sua vez, Castro e Ronci (1990) mostram que a velocidade-renda de M_4 se manteve praticamente constante na segunda metade da década de 80, indicando uma relativa confiança do público na "moeda indexada", ao passo que a velocidade-renda de M_1 cresce exponencialmente após 1986. Cysne (1991) também defende que uma solução mais adequada é aumentar a confiança nos títulos da dívida pública, reduzindo novamente a velocidade de circulação de M_4 (elevada pelo receio do confisco no final do governo Sarney) e ampliando a capacidade de financiamento do setor público por meio de títulos. Aumentar a confiança exige o encaminhamento das reformas constitucionais necessárias para assegurar a mudança dos regimes fiscal e monetário, ao lado do fim da "zeragem automática".

Simonsen (1990) admite que a garantia de liquidez e de rentabilidade oferecida pelo Banco Central nas aplicações de *overnight* diminui a demanda por M_1, aumentando a inflação de equilíbrio no seu modelo, uma vez que sobre a "moeda indexada" (M_4) não se arrecada imposto inflacionário.[207] Afirma que um plano de estabilização conseqüente exige a substituição das LFTs por LTNs e BTNs (títulos prefixados), a fixação da taxa de *overnight* pelo próprios bancos e a contenção do fluxo de M_4, mas não do estoque:

> O seqüestro de quase 80% da liquidez de M_4 anunciado em 16 de março de 1990 surpreendeu a opinião pública não apenas pela ousadia das medidas provisórias, mas pela sua imprevisibilidade teórica. Com efeito, a aceleração da inflação no final do governo Sarney devia-se a dois fatores: ao crescimento nominal de M_4 e ao aumento de sua velocidade-renda pelo temor de algum calote na dívida interna. Mantendo as regras

---

206 Pastore 1990b afirma que os testes estatísticos empíricos provando que as taxas de inflação causam as taxas de expansão monetária no sentido de Granger-Sims e determinando a preferência de alguns monetaristas por M_4 como o agregado monetário a ser controlado devem ser interpretados como comprovando apenas que o Banco Central renunciou ao controle de M_1 (a moeda com poder liberatório), e não que este controle não seja decisivo para o controle da inflação.

207 Simonsen (1990) reconhece que o aumento das taxas de juros reais, sobretudo a partir do segundo semestre de 1989, pode ajudar a explicar a explosão da inflação pelo ônus extraordinário imposto ao Tesouro, mas o fundamental na trajetória de aceleração inflacionária é o efeito sobre as expectativas da falta de confiança na capacidade do governo para pagar a dívida interna nas condições contratadas.

> do jogo e reduzindo a liquidez do *overnight*, a velocidade-renda de M_4 cairia naturalmente, pela renovação da confiança: indivíduos e empresas, que há um ano fugiam dos títulos públicos, voltariam a comprá-los, mesmo sem a liquidez das LFTs. Por certo, seria necessário interromper o crescimento de M_4 em termos nominais para conseguir um tratamento de choque da inflação. Isso exigiria que se fizesse com os ativos financeiros o que se fez com o salários: corrigí-los monetariamente pela inflação corrente e não pela inflação passada. Obviamente, o déficit operacional do Governo deveria ser zerado para estancar a expansão de M_4. (Simonsen, 1990: 124)

Se a demanda por M_4 por ventura cair com a estabilização, o governo perde o financiamento voluntário do estoque da dívida interna. Simonsen (1990) propõe uma incidência transitória do IOF sobre os saques de ativos financeiros para desestimulá-los. Reconhece implicitamente que controlar a oferta nominal de M_4 pode ser uma solução muito recessiva quando os títulos que denominam a dívida pública são de curto prazo, exigindo um ajuste fiscal ainda maior.[208] Castro e Ronci (1990), que partilham do diagnóstico de Simonsen, defendem ser possível o alongamento voluntário de parte da dívida pública, mediante três expedientes: a criação de títulos de longo prazo indexados e com taxas de juros atrativas, a troca de outra parte por ativos do setor público e a monetização gradual do restante da dívida.

O ponto de contato de Simonsen (1990) com os inercialistas, configurando uma "nova ortodoxia", é que o tratamento de choque do regime da alta inflação exige congelar temporariamente preços e salários para minorar os efeitos recessivos. Segundo Simonsen, os principais problemas que o Plano Collor enfrenta no curto prazo é, primeiro, ter apagado a "memória econométrica" da demanda por M_4, tendo que manobrar as "torneirinhas" da liquidez no escuro, e, segundo, ter conservado a "zeragem automática", extremamente onerosa para o Tesouro, no *overnight*.

Note-se que, para os monetaristas, o financiamento do déficit público por títulos públicos no *overnight* não é inflacionário em si, quando à colocação adicional de títulos corresponder um fluxo adicional e permanente de depósitos no *overnight*. No entanto, a necessária redução da liquidez no *overnight*, o conseqüente abalo na confiança dos títulos públicos e a permanência de expectativas inflacionárias desfavoráveis exigem um novo regime fiscal (um ajuste fiscal permanente), que elimine o déficit operacional no médio prazo. Nenhum deles considera que o Plano Collor garante tal regime fiscal. O ajuste fiscal anunciado assegura, na melhor das hipóteses, apenas um resultado positivo em 1990, permanecendo em aberto a questão do equilíbrio fiscal daí em diante. Além disso, a qualidade do ajuste fiscal proposto é incerta, dada a ambigüidade ideológica que caracteriza o Plano Collor original.

---

[208] Isto porque o efeito riqueza de uma elevação das taxas de juros desses títulos de curto prazo pode ser positivo, aumentando a demanda agregada ao invés de reduzi-la.

Os monetaristas são unânimes em apontar um outro grave equívoco no Plano Collor: a contração excessiva de M_4 pode desencadear uma profunda depressão, pela redução da oferta nos setores básicos da economia. Todos salientam que um plano de estabilização monetarista exige o controle dos fluxos do agregado monetário relevante, mais precisamente da sua taxa de expansão, mas não do estoque. No caso do Brasil, o controle dos fluxos de M_4 é problemático e sua maior parte, aquela representada pelos títulos públicos, não se encontra sob o controle do Banco Central. Segundo os monetaristas, a menos que se admita uma grande flexibilidade dos preços na economia brasileira, tornada ainda mais improvável pela política de rendas anunciada (para muitos, uma concessão inútil à heterodoxia), caminha-se para uma forte contração do produto nacional. A resistência da sociedade à recessão e a necessidade de manter o apoio popular ao Plano explicam a proliferação das "torneirinhas" de liquidez, pelas quais o Banco Central injeta recursos monetários na economia e revela uma clara preferência por instrumentos discricionários: créditos especiais para o financiamento das folhas de pagamento e a liberação da conversão ao par para grupos especiais de interesses. A seguinte ponderação reflete bem as preocupações gerais dos monetaristas:

> O Governo reduziu a quantidade de ativos, mas manteve intocado seu grau de liquidez. No momento em que passou a expandir vigorosamente a base monetária, que cresceu 350% em dois meses, repôs moeda na economia com grande velocidade, e com todos os *overnights* persistindo tão líquidos como antes, porque a zeragem automática continua intocada, a volta da inflação é apenas uma questão de tempo. (Pastore, 1990a: 171, grifos originais)

Barbosa (1991), analisando a dinâmica da inflação brasileira, acusa o Plano Collor de ter cometido o mesmo equívoco dos demais planos heterodoxos: a inflação inicialmente cai, mas a seguir a quantidade de moeda aumenta pelo descontrole monetário e, logo depois, a inflação retorna à sua trajetória explosiva. A perda de controle da política monetária, no segundo semestre de 1990, deve-se à inexistência de um ajuste fiscal permanente que elimine a perspectiva de seu financiamento inflacionário.[209] Em janeiro de 1991, a inflação havia retornado ao patamar de 20% mensais. A exemplo de Barbosa, outros monetaristas também diagnosticam o retorno do regime de alta inflação como uma conseqüência da falta de vontade política para mudar os regimes fiscal e monetário vigentes:

> "A inflação galopante nada mais é do que a rápida perda do valor da moeda, decorrente das emissões inflacionárias em grande escala, e que continuam incontidas no Brasil. Em conseqüência, o processo inflacionário no país só vai ser interrompido quando:

---

[209] As autoridades monetárias anunciam metas de expansão para M_1 de 14,2% no segundo semestre de 1990, mas a taxa de expansão efetiva atinge 116%.

I. O Governo federal equilibrar sua receita e seus gastos, e não emitir mais moeda e quase-moeda (títulos públicos muito líquidos), sob nenhuma hipótese, até que se consiga a completa estabilização dos preços. A regra de não emitir deve ser cumprida de modo absoluto, mesmo que a exceção seja para "salvar" estados, municípios, empresas estatais ou privadas, ou para pagar a correção monetária da dívida pública.

II. A população se convencer de que o governo tem a determinação política e a autorização legislativa de implantar o enunciado no item anterior. (Gonçalves, 1991: 20)

Após o lançamento do Plano Collor II, no final de janeiro de 1991, que realiza um novo confisco dos ativos financeiros pelo expediente de uma "tablita", desta vez sem a cobertura jurídica de uma reforma monetária, há unanimidade entre os monetaristas de que o restabelecimento imediato da confiança do público nos ativos financeiros (o respeito à ordem jurídica) e da credibilidade nas autoridades monetárias, pelo anúncio de regras estáveis de emissão monetária, é a única forma de sair da estagflação sem custos sociais muito elevados. Simonsen (1991) destaca a mudança para pior na formação das expectativas privadas com os sucessivos choques heterodoxos fracassados: os agentes econômicos passam a apostar que a inflação se acelera constantemente, tornando o combate à inflação um exercício duríssimo, ainda que por hipótese se pudesse controlar a oferta de moeda em seus agregados mais amplos (destruída a confiança nos títulos públicos, torna-se impossível o controle de M_1, cuja base é a troca de títulos por moeda) e conhecer a sua demanda (a "memória econométrica" desta demanda é eliminada).

A preferência dos monetaristas por regras estáveis para os agregados monetários, em substituição às regras de taxas de juros, desconsidera o grande problema com a adoção dessas regras: a elevação e a volatilidade das taxas de juros reais, que originam uma profunda recessão e costumam tornar a manutenção destas regras politicamente inexeqüível em pouco tempo. A seguinte citação resume a postura do grupo diante do problema:

> Se o temor de desestabilizar o produto real acanhar o Banco Central em elevar a taxa de juros real quando a inflação se acelera, produzindo um forte viés inflacionário, a instabilidade do produto estará, apenas, sendo postergada. Ela ocorrerá, quando, finalmente, o combate á inflação tiver que ser enfrentado. (Pastore 1990b: 524)

Dada a preferência dos monetaristas pela âncora monetária como a mais importante de todas as âncoras nominais nas políticas de estabilização, o regime cambial canônico deve ser de taxas de câmbio flutuantes. Pastore (1990a) e Stukart (1991) são enfáticos em rechaçarem a hipótese de que o regime cambial vigente no Plano Collor possa ser classificado como de taxas flutuantes, apontando que o expediente de manter uma taxa de câmbio significativamente apreciada no período de maior contração da liquidez, para reduzir artificialmente a taxa de inflação de curto prazo, desestimula as exportações, sendo, portanto, recessivo, e conduzindo inexoravelmente à crise

cambial e à volta da inflação, ameaçando a liberalização comercial recém-anunciada.

Langoni (1991) é o monetarista mais enfático na denúncia de que a heterodoxia pode prejudicar as possibilidades de inserção internacional da economia brasileira na nova onda de reciclagem do IDE alemão e japonês na década de 90, oportunidade também destacada pelos neo-estruturalistas da PUC-RJ. Para superar a restrição externa por meio da atração do IDE, a abertura da economia brasileira torna-se um passo crucial. Além da política cambial equivocada, que ameaça a abertura comercial, a incerteza e a demora na renegociação da dívida externa, a partir da proposta da equipe econômica em adequá-la aos objetivos fiscais do Plano Collor I, levam ao isolamento internacional do Brasil e à suspensão do acesso aos créditos oficiais do G-7, aspecto negativo também destacado por Simonsen (1991). Logo, um acordo com os bancos credores privados no âmbito do Plano Brady torna-se um pré-requisito para a superação da restrição externa pela integração competitiva (com maior abertura comercial e financeira) na economia internacional, conforme a proposta original do Plano Collor.

Ironicamente, é somente com a queda do presidente Collor que os monetaristas têm uma chance real de implementar sua receita, quando Fernando Barbosa assume a Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda na equipe do ministro Paulo Haddad no governo Itamar Franco. Após sua rápida e frustrada passagem, Barbosa (1994) resume os dois requisitos prévios para a estabilização brasileira, segundo a visão monetarista: 1) um ajuste fiscal permanente, para eliminar a necessidade do Tesouro ser financiado indiretamente pelo Banco Central ou recorrer ao imposto inflacionário; 2) uma nova regra para a política monetária, segundo a âncora escolhida (monetária ou cambial).

Barbosa (1994) lista também duas precondições para implementar um novo conjunto de procedimentos para o Banco Central operar de acordo com as regras da âncora escolhida, ambas requerendo uma enorme concentração de poder político no governo central: 1) a modificação na regulação dos bancos estaduais, dando-lhes isonomia de tratamento com os bancos privados e evitando sua utilização para o financiamento dos governos estaduais; e 2) o alongamento do perfil da dívida pública de curto prazo. Na segunda tarefa, seguindo-se o exemplo do México, exorciza-se a intervenção estatal arbitrária, recomendando-se a utilização dos recursos advindos da privatização das empresas estatais no resgate dessa dívida.

As Análises dos Neo-Estruturalistas e do *Mainstream* Não-Monetarista

As análises iniciais de vários neo-estrutralistas sobre o Plano Collor original também são desfavoráveis, porém sua principal distinção em relação aos

monetaristas é a sua enfática condenação da tentativa de estabelecer prematuramente uma âncora monetária para eliminar a alta inflação, rompendo o consenso atingido pela "nova ortodoxia" no reconhecimento da importância crucial de atacar diretamente os fatores de realimentação da dinâmica inflacionária. Esse é o teor principal das críticas dos dois inercialistas pioneiros da FGV-SP (Bresser Pereira, 1990; Nakano, 1990; e Bresser Pereira e Nakano, 1991) e também dos neo-estrutralistas da PUC-RJ (Camargo e Carvalho, 1990; e Werneck, 1991).[210]

Na expressão mais acabada dessas críticas, Bresser Pereira e Nakano (1991) medem o que denominam de "resíduos inflacionários não-estatísticos" dos Planos Collor I e II, verificando que são bem mais elevados do que aqueles dos três planos heterodoxos anteriores (Cruzado, Bresser e Verão), revelando um alto grau de improvisação na elaboração e no gerenciamento do Plano.[211] A importância desses resíduos é que estabelecem o patamar da inflação pós-choque e os métodos adequados para reduzi-la. Um patamar próximo a 10% mensais, como é o caso dos Planos Collor I e II, não pode prescindir prematuramente das políticas de rendas (o congelamento é abandonado em 45 dias no Plano Collor I e há "tarifaços" precedendo o Plano Collor II), confiando na desinflação produzida pela âncora monetária, ainda mais sem mudanças percebidas como permanentes nos regimes fiscal e monetário. A crítica heterodoxa pioneira permanece válida para os autores: o arrocho fiscal e monetário, por si só, é incapaz de desmontar o regime de alta inflação.

Quanto à âncora monetária, Bresser Pereira e Nakano afirmam que suas limitações no Brasil são notórias. A oferta de moeda é endógena, vale dizer, determinada pela demanda, e a demanda por moeda, dada a pequena base monetária característica dos regimes de alta inflação, é muito instável para oferecer qualquer possibilidade de estabelecer uma âncora nominal.

No caso específico do Plano Collor I, o bloqueio generalizado e homogêneo da liquidez produz uma distribuição de liquidez muito desigual e desfuncional após o Plano. A distribuição da liquidez, no curto prazo, está diretamente relacionada à sua posição no processo produtivo (Camargo e Carvalho, 1990): as empresas produtivas e comerciais do setor de bens de consumo não-duráveis repõem mais rapidamente sua liquidez do que as empresas nos setores de bens de consumo duráveis, intermediários e de capital. Decorrem daí duas conseqüências negativas apontadas pelos autores: a maior extensão da recessão e do desemprego, pela contração da oferta nos setores industriais

---

210 Sua contribuição pioneira encontra-se em Bresser Pereira e Nakano (1984).

211 Por "resíduo inflacionário não-estatístico" denominam a taxa de inflação que o congelamento não logra eliminar. Em termos operacionais, consideram ser a taxa de inflação no segundo mês completo após a redução do congelamento.

pesados, e as maiores dificuldades no combate à inflação, pela manutenção de demanda e liquidez mais elevadas nos setores de bens de consumo não-duráveis e de serviços pessoais, setores em sua maioria eminentemente competitivos e de difícil controle de preços, que geram pressões inflacionárias facilmente transmissíveis aos índices de preços ao consumidor, tornando instáveis as expectativas inflacionárias.[212]

Moura (1991) produz uma das mais completas críticas elaboradas dentro do *mainstream* ao intento monetarista do Plano Collor I, especialmente à sua fase "ortodoxa", entre junho e setembro de 1990. Saliente-se que, nesta fase, as sugestões dos monetaristas recebem tratamento prioritário: mudam-se as regras operacionais no mercado aberto, trocando-se as LFTs por LTNs, elimina-se o apoio do Banco Central à rolagem da dívida interna, trocando a "zeragem automática" pela assistência financeira da liquidez com taxas de juros punitivas, e introduz-se uma cunha fiscal para forçar o alongamento voluntário dos prazos das aplicações financeiras. A tentativa de controlar os agregados monetários em limites muito estreitos nessa fase, dado o elevado patamar inicial da inflação, produz taxas de juros reais elevadíssimas e muito voláteis. A volatilidade das taxas de juros transmite-se à taxa de câmbio e a elevação contamina o serviço das dívidas públicas estaduais e municipais. O saldo desta tentativa é desolador: as atividades exportadoras são desestimuladas e as atividades especulativas promovidas, levando diretamente à crise cambial de outubro; o agravamento dos desequilíbrios nas finanças estaduais e municipais, principalmente sua extensão aos bancos estaduais, torna-se um dos fatores adicionais a impedir a continuidade de uma política monetária restritiva; e aumenta a fragilidade financeira dos grandes bancos nacionais, outro fator impeditivo da continuidade dessa política.

Moura mostra que a queda-de-braço entre o Banco Central e o setor privado (bancos privados e exportadores) sobre a partilha das perdas com a elevação das taxas de juros reais resolve-se, como no passado, a favor dos últimos em outubro de 1990, com a troca dos títulos nas carteiras dos bancos e uma maxidesvalorização cambial. A intensa recessão corroía as frágeis bases de apoio do governo num ano eleitoral, forçando o abandono da ortodoxia.

As "inovações financeiras" do Plano Collor II não parecem assegurar um caráter menos errático à política monetária ou reduzir a instabilidade financeira. Moura (1991) e Yoshino (1991) afirmam que a prefixação das taxas de juros pela taxa de referência (TR) – marcando o fim da indexação retroativa no

---

212 Essa hipótese é confirmada a seguir por Franco e Amadeo (1991): entre abril e agosto de 1990, o crescimento do IPC-FIPE é muito superior ao crescimento dos preços industriais no atacado, medido pelo IPA-Industrial, fenômeno explicado pelos choques nos preços relativos de alguns componentes (vestuário, aluguéis e serviços) do IPC-FIPE. No restabelecimento da dinâmica da alta inflação em 1990, deve-se lembrar também da importância do choque agrícola e, no final deste ano, da elevação nos preços do petróleo como um resultado colateral do conflito no Golfo Pérsico.

mercado financeiro - e a criação dos FAFs – marcando o fim do *overnight* - produzem um regime monetário ainda mais instável do que o anterior e oneram ainda mais a rolagem das dívidas mobiliárias pelas autoridades econômicas. Essas "inovações" não impedem que, na prática, o sistema financeiro continue a operar altamente alavancado com títulos públicos e com descasamento nas suas obrigações ativas e passivas. Ambos autores julgam ser altamente duvidoso que os grandes investidores absorvam passivamente os riscos de desvalorização da carteira dos FAFs, causados por eventuais elevações das taxas de juros. As oscilações excessivas nas taxas de juros tornam o sistema financeiro mais instável e mais frágil, retirando, na prática, qualquer autonomia do Banco Central para implementar uma política monetária mais dura.

Quanto à política fiscal, os membros não-monetaristas do *mainstream* compartilham em geral do pessimismo dos monetaristas sobre a qualidade do ajuste fiscal do Plano Collor, defendendo a necessidade de um superajuste fiscal permanente de cerca de 7% a 8% do PIB para dar credibilidade à política de estabilização. Sua rápida convergência para a receita fiscal do CW pode ser percebida nas contribuições dos economistas do IPEA às coletâneas da FGV-RJ. Reis, Vilela e Markwald (1990), analisando o Plano Collor I, ainda defendem que o ajuste fiscal permanente se faça por meio da tributação extraordinária da riqueza pessoal ou do patrimônio do setor privado não-empresarial, com alíquotas suficientemente elevadas para propiciar um alívio substancial ao problema da dívida interna, apenas adiado pelo confisco dos ativos financeiros. Reis (1991), nas suas críticas ao Plano Collor II, não menciona mais a elevação dos impostos e atrela a solução do problema fiscal à superação dos impasses constitucionais (isto é, na aprovação das reformas administrativa e da previdência social e na remodelagem do pacto federativo imposto pela Constituição de 1988) e à privatização - o cerne da fórmula de ajuste fiscal defendida pelo CW.[213]

A agenda fiscal do CW também é defendida por Longo (1991), que mostra as dificuldades para elevar a carga tributária bruta e líquida da União no contexto do pacto federativo imposto pela Constituição de 1988, dadas as transferências compulsórias aos Estados e Municípios do IPI e do IR, que forçam a adoção *ad hoc* de tributos em cascata, como o IOF, e a elevação das contribuições parafiscais, como o Finsocial e a contribuição sobre o lucro, na tentativa de atingir o desiderato.

Apenas Zini Jr. (1991) ainda defende uma solução compulsória para realizar o *funding* da dívida pública após o Plano Collor original. Logo a seguir, em Giambiagi e Zini Jr. (1993), sua proposta evolui para um conjunto negociado e

---

[213] Na coletânea de ensaios reunidas em Faro (1991), apenas Velloso (1991) ainda defende a elevação da carga tributária como um dos elementos que devem estar presentes na resolução da crise fiscal.

articulado de medidas, mais afinado com a ortodoxia, que abrange a obtenção de superávits primários em todas as esferas de governo, consistentes com os compromissos futuros de pagamentos do setor público, e a independência do Banco Central. O ativo nobre que denomina a consolidação da dívida pública torna-se muito mais atrativo em termos de rentabilidade e negociabilidade. Tratam-se agora de títulos dolarizados (lastreados por *T-bonds*) e com taxas de juros flutuantes, repactuadas a cada seis meses. Três maneiras são oferecidas para os investidores venderem estes títulos: no mercado internacional; no mercado secundário interno, criado com apoio do Banco Central; e permitindo-se o resgate antecipado para projetos de investimentos selecionados e para privatizações. A proposta de Giambiagi e Zini Jr. ainda se distingue das demais propostas do *mainstream*, mantendo um pé na heterodoxia, por fazer uma vaga referência a uma "âncora produtiva" (os projetos de investimentos selecionados) no programa de estabilização, preocupação notoriamente ausente em todas as demais.

Na primeira coletânea de ensaios reunida por Faro (1990) são apenas dois economistas da UNICAMP que manifestam maior preocupação com a falta dessa "âncora produtiva", demonstrando a distância que separa os economistas partidários da visão da Coordenação daqueles da visão do Mercado no emprego dos instrumentos de política econômica naquela conjuntura. Souza (1990), analisando o Plano Collor, reclama da falta de uma política transparente de investimentos com desdobramentos setoriais e regionais, alertando que uma atitude liberal em relação ao médio e longo prazos implica aceitar um significativo processo de desnacionalização na economia. Suzigan (1990) destaca que o novo estilo de política industrial (as políticas de competição doméstica, capacitação tecnológica e promoção de indústrias de alta tecnologia) tem como objetivo prioritário a maximização da taxa de crescimento da produtividade no âmbito de uma estratégia de desregulação e abertura da economia. Trata-se de elevar a concorrência no mercado interno como a principal regra do jogo, exatamente um dos traços mais notórios da globalização produtiva. Nesse novo ambiente concorrencial, a retomada dos investimentos (a "âncora produtiva") é vista como essencial para estabilizar e superar dinamicamente a restrição externa:

> As políticas que restam por definir, acima referidas, representam na verdade o cerne de qualquer política industrial que venha a ser efetivamente implementada e são cruciais especialmente no atual estágio do desenvolvimento industrial brasileiro, em que a estrutura industrial deve evoluir a fim de se tornar mais eficiente e de incorporar os segmentos ainda não implantados ou insuficientemente desenvolvidos representativos da fronteira tecnológica. Quanto à política de competição doméstica, seu conteúdo não foi adiantado, mas deve complementar a liberalização seletiva de importações e facilidades de acesso à tecnologia, estabelecendo a rivalidade entre empresas em mercados oligopolizados, de modo a evitar que, como no passado, eventuais políticas de proteção ou promoção resultem simplesmente em práticas de preços monopolísticos.
>
> Por outro lado, tanto o apoio à capacitação tecnológica da empresa nacional quanto a promoção do desenvolvimento de indústrias de tecnologia avançada são cruciais

> sobretudo numa estratégia em que se proclama a abertura ou liberalização da economia. A abertura ou liberalização indiscriminada, sem a âncora de uma política industrial ou tecnológica que dê condições efetivas para a capacitação tecnológica da empresa nacional e proteção/promoção para o desenvolvimento das indústrias de tecnologia avançada, pode colocar o País ainda mais distante da fronteira tecnológica e à margem do processo de transformação da base produtiva capitalista que está elevando extraordinariamente a produtividade e a competitividade internacional dos países desenvolvidos e de alguns NICs (*Newly Industrializing Countries*) mais adiantados. (Suzigan, 1990: 342, grifos meus)

> Da mesma forma, o estímulo ao investimento não tem apenas o caráter de abertura de torneirinha por parte dum governo preocupado em evitar a recessão e avaliar o torniquete de liquidez sobre o setor privado. Deve-se lembrar que a estrutura produtiva atual é praticamente a mesma do início dos anos 80 nos setores de infra-estrutura e insumos básicos. Por isso, a retomada dos investimentos nesses setores é fundamental também para conter as pressões inflacionárias latentes naquela estrutura e para a realização de saldos na balança comercial. (Suzigan, 1990: 343, grifos meus)

Os economistas defensores da visão do Mercado têm uma percepção diferenciada da "âncora produtiva", na qual o aumento esperado da taxa de crescimento da produtividade pela maior liberalização e desregulação da economia brasileira são a própria essência desta "âncora", dispensando qualquer articulação entre os interesses do Estado e os do capital privado nos moldes dos Grupos Executivos de Política Setorial, como proposto pelo Plano Collor. Fritsch (1990) reafirma enfaticamente essas posições:

> O fulcro da nova política industrial é a ênfase no aumento da taxa de crescimento da produtividade, entendida como necessária para garantir a consistência macroeconômica entre o objetivo estratégico de aumento do salário real e os requisitos da retomada do crescimento sustentado com estabilidade. Com efeito, são os aumentos de produtividade que tornarão possível que a elevação do salário real não conflite com a necessária recuperação da taxa de investimento, evitando a recorrência de conflitos distributivos e inflação, nem reduza o dinamismo de nossas exportações de manufaturas, perpetuando o desequilíbrio externo. (Fritsch, 1990: 344)

Quanto à política cambial, a exemplo dos monetaristas, os demais economistas do *mainstream* diagnosticam o regime cambial recém-criado como de "fixação suja" muito mais do que de taxas de câmbio flutuantes, uma vez que se prioriza a utilização da taxa de câmbio como um instrumento antiinflacionário na fase inicial do Plano Collor. A curto prazo, as exportações líquidas continuam positivas pelas necessidades de caixa das empresas exportadoras e pela recessão. No longo prazo, a supervalorização da taxa de câmbio entra em conflito com a retomada do crescimento e a normalização das relações com os credores internacionais (Reis, Vilela e Markwald, 1990). Note-se aqui a convergência, na época, de vários economistas do *mainstream* para a proposta predominante no CW de provocar, junto com um superajuste fiscal, uma maxidesvalorização prévia ao lançamento do programa de estabilização e à liberalização comercial, suplementada por uma política de rendas, como a única capaz de superar o dilema entre estimular as exportações ou utilizar a

taxa de câmbio como a principal âncora nominal para os preços internos.[214] Essa proposta enfrenta dificuldades políticas consideráveis na sua implementação e tem uma duvidosa consistência macroeconômica, sendo crescentemente questionada no âmbito do próprio CW, como se mostra a seguir.

8.2 A Âncora Nominal em Regimes de Alta Inflação: A Rediscussão no Consenso de Washington

A discussão entre os economistas do *mainstream* sobre o regime cambial mais adequado aos países em desenvolvimento torna-se mais complexa na década de 90. A suposição de que uma estratégia de desenvolvimento orientada para as exportações requer uma taxa cambial relativamente desvalorizada e estável (em termos reais), predominante no diagnóstico original do CW, é crescentemente desafiada em termos teóricos dentro das instituições multilaterais e, principalmente, pelas ações das autoridades econômicas em vários países importantes da América Latina. Por exemplo, Argentina e México adotam diferentes modalidades de âncoras cambiais no início desta década e o Chile é obrigado a suspender, em janeiro de 1992, as regras de minidesvalorizações periódicas em vigor desde 1985, passando a empregar, de fato, uma âncora cambial.

A novidade na discussão contemporânea é a preocupação com o papel dual do regime cambial: além da competitividade internacional, necessária para manter um balanço de pagamentos sustentável, surge a ênfase no papel da taxa de câmbio como uma âncora para os preços internos nos países latino-americanos que enfrentam elevada instabilidade macroeconômica. No debate sobre o papel dual do regime cambial, diferentes são os pesos dados a cada função da taxa de câmbio, conforme as preferências dos participantes. Entre 1979-85, com os choques externos e a crise do endividamento, há uma marcada preferência por metas para as taxas de câmbio reais para promover o ajuste externo na América Latina. Vários países da região adotam regras de minidesvalorizações, após promover substanciais desvalorizações, como forma de manter taxas de câmbio reais altamente competitivas. No final da década de 80 e no início da década seguinte, há um relativo predomínio da estabilização como o objetivo principal da política cambial, dentro do novo ambiente macroeconômico criado na América Latina pelos processos de liberalização comercial e financeira, renegociações das dívidas externas no contexto do Plano Brady e renovado acesso aos mercados financeiros internacionais. Vale dizer, as maiores entradas de fluxos de capital externo, embora sejam majoritariamente investimentos em carteiras de curto prazo, predominam como o principal fator causal na escolha dos novos regimes cambiais em diversos países da região.

---

[214] No *mainstream* internacional, essa proposta aparece elaborada, por exemplo, em Dornbusch (1991).

O novo enfoque, destacando o papel dual e conflituoso da taxa de câmbio, como promotora tanto da competitividade internacional quanto da estabilidade dos preços domésticos, tem o mérito de destacar o dilema presente na escolha do regime cambial no processo de estabilização e a importância do cenário internacional, principalmente da conjuntura financeira, nas escolhas das políticas econômicas possíveis.[215]

A preferência política pela estabilização na determinação do regime cambial manifesta-se, em vários países latino-americanos, quando os fluxos externos líquidos de capital para a América Latina se tornam positivos no início desta década. Isto confirma as hipóteses de vários cientistas políticos e de especialistas em relações internacionais que as políticas domésticas não podem ser entendidas sem uma compreensão anterior da natureza das ligações entre a economia nacional e a mundial e das mudanças nestas ligações. Na década de 90, a pergunta relevante é qual o impacto da súbita e inesperada inserção na globalização financeira nas preferências internas por políticas econômicas na América Latina? Apesar da notória exaustão do público com os regimes de alta inflação, um dado muito importante, já que as preferências dependem da dinâmica institucional e eleitoral para se transformar em políticas, a nova preferência por regimes cambiais mais fixos não pode ser dissociada da maior segurança e rentabilidade que proporciona aos ganhos de arbitragem e à especulação dos agentes nacionais internacionalizados.

O Regime Cambial na Estabilização: Metas para a Taxa de Câmbio Real *versus* Âncora Cambial

No final da década de 80, passam a ser veiculadas críticas severas às conseqüências macroeconômicas da manutenção de taxas de câmbio reais constantes até mesmo dentro do FMI (oficialmente, o regime de minidesvalorizações cambiais, o *crawling peg*, continua a contar com a simpatia da instituição). Num dos primeiros ataques internos, Adams e Gros (1986) enfatizam que os freqüentes ajustes da taxa de câmbio nominal pelos diferenciais de inflação, visando à manutenção da paridade do poder de compra, ocasionam problemas monetários num modelo monetarista. Neste modelo, no qual se tenta controlar o crédito doméstico (o modelo-padrão do FMI), verifica-se a indexação da oferta de moeda às variações do nível de preços, causada pelas operações monetárias resultantes dos movimentos do balanço de pagamentos. A oferta de moeda torna-se endógena e completamente acomodatícia, com a perda do controle sobre a inflação. O patamar

---

215 A descrição da conjuntura financeira internacional na primeira metade da década de 90 pode ser encontrada em Griffith-Jones e Stallings (1995) e Lima (1996). Note-se que os EUA mudam substancialmente suas políticas econômicas fiscal, monetária e comercial no primeiro governo Clinton, por um lado prolongando a conjuntura financeira internacional favorável e, por outro, apresentando novos desafios aos países da região, como a proposta de formação da ALCA, parte da sua nova política comercial.

inflacionário é mantido, sendo aumentado por novos choques eventuais. Nem o crédito doméstico nem a taxa de câmbio nominal exercem um papel de âncora para os preços nominais. O nível de preços torna-se indeterminado (não converge para uma posição de equilíbrio de longo prazo) devido à completa acomodação monetária. Os autores sublinham que a perda de controle do crédito doméstico é devida à própria elevação das taxas de juros para combater a inflação: os maiores juros internos ocasionam a entrada de capitais externos e/ou a monetização do acréscimo do déficit público, resultante da elevação do serviço financeiro da dívida pública.

O ponto essencial da argumentação de Adams e Gros (1986) é que a tentativa de manter uma taxa de câmbio real e, ao mesmo tempo, controlar o crédito doméstico, ocasiona a perda de controle de outras variáveis macroeconômicas (no caso acima, da oferta monetária e da inflação). Especialmente, a tentativa de esterilizar as entradas de capitais para defender a taxa de câmbio real, quando essas entradas se tornam abundantes, transfere a instabilidade para outras variáveis (a conta corrente, o estoque de dívida externa ou as contas fiscais), não se constituindo numa opção que possa ser utilizada por um prazo mais longo. Este argumento ressurge na década de 90, quando as entradas de capitais readquirem importância na América Latina.

Montiel e Ostry (1991) procuram verificar quais os efeitos de choques externos ou induzidos pela própria política econômica num modelo ortodoxo, quando há uma meta para a taxa de câmbio real e se pretende mantê-la em níveis bastante desvalorizados. Verificam que se requer uma elevação da taxa inflacionária para manter o equilíbrio do modelo nesse regime cambial. No modelo, o mecanismo de transmissão da inflação é diferente daquele destacado acima: a demanda no mercado de bens não comercializáveis depende diretamente da taxa de câmbio real e da riqueza privada real. Por sua vez, a riqueza privada real varia inversamente com o imposto inflacionário. Uma taxa de câmbio mais desvalorizada requer, para manter o equilíbrio no mercado de bens não comercializáveis, uma redução da riqueza privada real, por meio de um maior imposto inflacionário. Os autores destacam que especialmente os choques externos podem aumentar o patamar inflacionário da economia. Se o nível inicial da taxa de câmbio é muito desvalorizado, pode se alcançar um caso limite, em que a inflação não consegue restabelecer o equilíbrio estático, exigindo uma mudança de políticas.

O maior mérito do ensaio de Montiel e Ostry (1991) é atacar a visão puramente fiscal da inflação, predominante no FMI, mostrando que níveis elevados de inflação podem ser sustentados sem grandes déficits fiscais ou mesmo com o equilíbrio fiscal. De fato, no modelo com metas para a taxa de câmbio real, os déficits fiscais podem resultar da aceleração da inflação, ao invés de causá-la. Examinam também os prováveis resultados das tentativas de utilizar âncoras monetárias nominais preservando a taxa de câmbio real. Mesmo sendo

eliminado o déficit fiscal e utilizado o crédito nominal como uma âncora, o superávit em conta corrente e as entradas na conta capital pressionam a oferta de moeda continuamente. A taxa de inflação tende a aumentar para compensar o crescente efeito-riqueza no setor privado.

Aghlevi, Khan e Montiel (1991), num estudo mais amplo do FMI sobre os regimes cambiais nos países em desenvolvimento, concluem que as regras para a manutenção das taxas de câmbio reais, destinadas a proteger a competitividade externa nesses países, em certas circunstâncias, podem fomentar uma maior indexação dos preços e reduzir os incentivos das autoridades econômicas para manter a necessária disciplina monetária e fiscal. Particularmente, admitem que o típico pacote do FMI, precedido de uma forte desvalorização da taxa de câmbio e utilizando o crédito doméstico como âncora nominal, quase sempre resulta numa combinação de elevadas taxas de juros, recessão e arrocho salarial, tornando-se politicamente insustentável em pouco tempo. Sua principal recomendação de política econômica é a de atingir o ajuste externo, ao menos parcialmente, por políticas fiscal e monetária restritivas – ao invés de se apoiar inteiramente em desvalorizações cambiais. É preferível estabelecer uma regra nominal para a taxa de câmbio - desvalorizações preanunciadas, por exemplo -, que assegure que as autoridades econômicas sejam obrigadas a manter a inflação dentro de limites compatíveis com esta regra. Como os próprios autores reconhecem, esta recomendação pressupõe uma relativa flexibilidade dos preços e salários para não exigir uma forte recessão para disciplinã-los.

Nos países em desenvolvimento em que uma nova equipe econômica reformista está decidida a introduzir regimes fiscal e monetário estabilizadores, mas não goza de credibilidade pelos reiterados fracassos das tentativas anteriores, os autores afirmam que o compromisso com um regime de taxas de câmbio nominais fixas, depois de um acordo com o FMI, pode fornecer uma forte âncora nominal para a estabilidade dos preços, se os choques externos forem pouco prováveis. Os custos políticos e econômicos do abandono das metas cambiais nominais anunciadas são de tal ordem que obrigam as autoridades monetárias a empregar todos os meios para manter a necessária disciplina monetária-fiscal. Note-se que a hipótese de ausência de novos choques externos mostra explicitamente a importância das contingências no cenário financeiro internacional para as propostas do *mainstream* monetarista, comprovando a carga de historicidade muito pesada da Economia, sempre ressaltada por economistas da visão da Coordenação.

Aghlevi, Khan e Montiel adotam a relação entre inflação e credibilidade postulada pela macroeconomia da estabilização desenvolvida sob a inspiração dos novos clássicos e apresentada sumariamente no Capítulo 1. Como vimos, essa relação originalmente destaca as vantagens da adoção de regras na formulação da política monetária, renunciando à discrição, supondo que as

expectativas do público sobre os rumos da política econômica afetam os resultados da política monetária colocada em vigor. Há um crescente pessimismo, nessa literatura, com a capacidade das autoridades econômicas em perseguir essas regras e não causar "surpresas" inflacionárias. A partir da experiência do SME, vários autores passam a defender as vantagens de "amarrar as mãos" das autoridades econômicas com um regime de taxas de câmbio fixas, como forma inequívoca de sinalizar uma notória preferência pela estabilização, mesmo com o sacrifício de outras metas de política econômica. A intenção é "importar" a credibilidade de um banco central com elevada reputação na manutenção de uma inflação baixa, com a fixação da paridade da moeda interna à moeda desse país-âncora.

Outra suposta vantagem da regra cambial é a sua transparência para o público. A suposição crucial nessa literatura é que o anúncio da regra cambial, sinalizando um forte compromisso com regimes monetário e fiscal estabilizadores, seja suficiente para tornar a formação dos salários e dos preços compatível com uma meta de inflação baixa, por meio da influência sobre a formação das expectativas privadas da inflação futura. A crítica óbvia a essa recomendação, como os autores admitem, é que o fracasso na disciplina na formação dos preços costuma resultar em brutais crises cambiais e financeiras, que podem levar à hiperinflação no caso dos regimes de alta inflação.[216]

Corden (1993) lista as quatro condições que devem ser satisfeitas para uma âncora cambial ter sucesso e argumenta que, na sua opinião, a primeira e a última são mais decisivas operacionalmente do que as duas restantes, que envolvem "credibilidade", notoriamente difícil de ser aferida: 1) o compromisso com políticas monetária e fiscal estabilizadoras deve reduzir o crédito, especialmente para o setor público, assegurando a disciplina financeira; 2) o compromisso de defender a paridade nos mercados cambiais também deve ser crível, dependendo das reservas, do nível inicial da taxa de câmbio e do *mix* de políticas monetária e fiscal; 3) o compromisso deve ser ainda crível no mercado de trabalho, impondo a disciplina necessária para que os salários reais não subam além do permitido por eventuais ganhos de produtividade, comprometendo a competitividade internacional da economia; e 4) o compromisso de flexibilizar o mercado de trabalho para absorver os choques reais adversos.

Corden reforça sua argumentação com uma análise ortodoxa dos fracassados experimentos neoliberais no Cone Sul na passagem da década de setenta para

---

216 Note-se que essa literatura é desenvolvida a partir da experiência dos países europeus, que participam de um projeto político explícito de crescente integração econômica e política e estabelecem arranjos garantindo apoio mútuo nas intervenções cambiais. Generalizá-la para países fora desta experiência exige um considerável "salto" analítico.

a de oitenta. A experiência argentina, com o experimento neoliberal de Martínez de Hoz, prova que a indisciplina fiscal pode conviver por um certo tempo com taxas de câmbio fixas, graças ao abundante financiamento externo inicial. Uma vez desencadeado o processo de endividamento externo, choques externos tendem a provocar fortes crises cambiais e financeiras. O fracassado experimento dos *Chicago boys* no Chile, por sua vez, prova a importância da flexibilidade do mercado de trabalho (neste experimento, os salários são indexados à inflação passada) para enfrentar os choques externos.

Corden também salienta que as âncoras cambiais nominais exigem a liberalização comercial prévia e que choques externos costumam atingir com freqüência os países em desenvolvimento. Para enfrentá-los, a primeira reação das autoridades econômicas é adiar a necessária desvalorização por intermédio de política comerciais restritivas. Um ambiente internacional mais protecionista pode ser o resultado não intencional da adoção de âncoras cambiais nominais pelo mundo em desenvolvimento. Como se nota, não há referência nessa análise a qualquer instabilidade originada nos mercados financeiros. "Erros" nas políticas macroeconômicas explicam as profundas crises cambiais e financeiras no Cone Sul. As crises cambiais da década de 90 vão se encarregar de desmentir as prioridades de Corden na escolha de uma âncora cambial: com a entrada abundante de capitais, os preços dos ativos financeiros (entre os quais a taxa de câmbio) tornam-se muito mais difíceis de prognosticar do que as variáveis econômicas fundamentais. Dependem de um prêmio de risco, um fator muito volátil, que depende da aversão ao risco por parte dos investidores (que depende da psicologia coletiva, que oscila bastante e pode ser pouco racional). Essa psicologia individual e coletiva depende da em boa medida da "credibilidade" e da "confiança" dos investidores, conceitos que Corden menospreza por serem de difícil mensuração e previsão.

Calvo e Végh (1992) enfatizam que a escolha da âncora nominal é a decisão estratégica crucial num programa de estabilização, determinando a trajetória dinâmica da economia para um regime de baixa inflação. Os países com regimes de alta inflação têm uma inequívoca preferência pela âncora cambial nominal.[217] Sua trajetória macroeconômica posterior caracteriza-se pelos seguintes fatos estilizados, retirados das experiências latino-americanas e israelense dos últimos 15 anos: 1) uma lenta convergência entre as taxas de inflação e as taxas de desvalorização nominal, apesar das políticas de rendas adotadas pelos programas heterodoxos; 2) como conseqüência dessa lenta convergência, surge uma valorização real persistente dessas moedas nacionais; 3) rapidamente, surgem ou se agravam os déficits na balança comercial e na conta corrente, em geral associados às importações de bens de consumo duráveis; 4) origina-se um ciclo econômico com características próprias, destacando-se a expansão inicial do nível de atividade econômica, seguida mais

[217] A defesa dessa escolha encontra-se em Bruno (1991c).

tarde por uma recessão corretiva; e 5) a taxa de juros real *ex post* permanece elevada.

São as características do ciclo econômico associado à âncora cambial que assumem particular importância na consolidação das preferências por este regime cambial na América Latina, pelas suas potenciais conseqüências políticas e eleitorais. Esse ciclo, explorado em Kiguel e Liviatan (1992), inicia-se com uma fase de expansão do nível de atividades, na qual o desemprego costuma cair e o salário real médio aumentar. Em vários casos, ocorre um *boom* de consumo, uma vez que a credibilidade inicial das equipes econômicas não costuma ser elevada e a queda das taxas de juros nominais é vista como passageira. Por sua vez, a expansão do investimento privado é quase sempre bem menos dinâmica. O déficit fiscal, em geral, é rapidamente reduzido pelo aumento da arrecadação tributária, fortemente pró-cíclica. A deterioração na balança comercial e na conta corrente costuma ser muito rápida. A ameaça de crise cambial quase sempre força a adoção de políticas monetária e fiscal restritivas, revertendo a expansão inicial. Nesse tipo de estabilização, previnem os autores, as condições externas favoráveis são fundamentais e todo cuidado deve ser tomado para evitar que uma forte expansão interna inicial, reduzindo os ganhos no combate à inflação e deteriorando rapidamente a balança comercial, comprometa em curto prazo a credibilidade do esforço estabilizador. Sugerem uma estratégia de estabilização em duas etapas, substituindo a âncora cambial por um programa ortodoxo clássico tão logo quanto possível. No entanto, os custos políticos de uma reversão do ciclo expansivo inicial, implícitos nesta recomendação, são desconsiderados.

Calvo e Végh (1992) descrevem também as características perturbadoras das trajetórias de ajustamento dos programas de estabilização com âncora monetária na região:[218] 1) uma lenta convergência da inflação nominal para as metas da oferta monetária; 2) uma fortíssima valorização real da moeda doméstica (mais de 30% reais em sete trimestres no Peru; mais de 150% no Plano Bonex argentino em 12 meses); 3) uma melhora da balança comercial e da conta corrente, devido à recessão; 4) uma enorme recessão inicial; 5) a permanência de taxas de juros reais muito elevadas (taxas acima de 1000% a.a. no primeiro trimestre do programa no Peru; 50% ao mês no quadrimestre inicial do Plano Bonex).

Com o fenômeno generalizado da substituição da moeda nacional (a "dolarização") nos regimes de alta inflação da América Latina, Calvo e Végh (1992) notam que a opção estratégica por âncoras cambiais torna-se ainda mais atrativa, porque uma economia com um grau avançado de dolarização tende a ficar sem âncoras nominais num regime de taxas de câmbio flexíveis, uma vez que a oferta de moeda relevante (que inclui o estoque de moeda

218 Os programas analisados são o do Peru (1990) e o Plano Bonex da Argentina (1989).

estrangeira em poder do público interno) é consistente com qualquer nível de preços, dependendo apenas da taxa de câmbio.

A Proposta de Generalizar os Conselhos da Moeda

No biênio 1991-92, tem lugar uma exótica discussão, patrocinada pelo BM, sobre as dificuldades de implementar um programa ortodoxo de estabilização no Brasil, baseado numa âncora monetária, com alguns economistas monetaristas de renome internacional sugerindo a adoção de um Conselho da Moeda. Dois ensaios sobre a inflação brasileira são produzidos por esses economistas sob encomenda do BM (Rodriguez, 1991 e Meltzer, 1991), levando posteriormente à decisão de se promover uma conferência mais ampla, em janeiro de 1992, para discutir a principal recomendação desses ensaios: a criação de um Conselho da Moeda em países com regimes de alta inflação na América Latina.

O Conselho da Moeda é uma instituição independente que substituí o banco central como o único emissor legal da moeda nacional, que é conversível, a qualquer momento e sem restrições, numa moeda internacional de referência a uma taxa de câmbio fixa, para isso devendo ser totalmente lastreada com reservas internacionais. Os exemplos mais notórios dessa instituição na cena contemporânea são Hong-Kong e Cingapura.

Note-se que a discussão sobre a criação de um Conselho da Moeda na América Latina adquire momento depois do lançamento e do grande sucesso inicial do Plano de Conversibilidade argentino, em abril de 1991, após os sucessivos fracassos dos programas de estabilização ortodoxos convencionais, lançados nos dois primeiros anos do governo Menem.

A discussão também gira em torno das vantagens da adoção de regras na formulação da política monetária e da importância da credibilidade. Se as expectativas do público sobre os resultados de determinada política econômica são afetadas pela história, cultura e lógica política a que estão sujeitas as autoridades monetárias, a credibilidade dessas autoridades é função de sua reputação na manutenção, com sucesso, de determinadas políticas econômicas, em particular do seu desempenho antiinflacionário. No caso do Brasil, um país com regime de inflação alta por um período tão longo, a credibilidade das autoridades monetárias é praticamente nula, o que diminui drasticamente as chances de sucesso de qualquer programa ortodoxo de estabilização. É nesse contexto que o CW procura fórmulas para restringir a liberdade de escolha dos responsáveis pelas políticas econômicas, aumentando seu grau de compromisso com as políticas ortodoxas e as reformas liberais, daí surgindo a sugestão da adoção de um Conselho da Moeda no Brasil.

No primeiro ensaio, Rodriguez (1991) sugere um Conselho da Moeda para o Brasil, após demonstrar empiricamente que, em conseqüência da indexação generalizada e das suas instituições, criadas para evitar a dolarização, a base monetária da economia brasileira não guarda relação estável com os demais agregados monetários, de M_1 a M_4. O agregado monetário mais amplo (M_4) é o que parece possuir uma demanda por moeda mais estável e a causalidade parece ser dos preços para M_4, a inversa da esperada pela ortodoxia monetarista.[219] Assim sendo, conclui que o grau de liquidez da economia brasileira é praticamente independente da política monetária seguida pelo Banco Central, sendo a base monetária irrelevante para explicar a evolução dos agregados monetários mais amplos. A tentativa de controlar a liquidez e a inflação por intermédio de uma âncora monetária é uma batalha perdida. Recomenda a adoção de um regime de taxas de câmbio fixas no lançamento do programa de estabilização, enfatizando a possível vantagem de uma âncora nominal cambial: o efeito disciplinador da taxa de câmbio sobre a formação dos preços internos é mais direto do que o alcançado pelo controle da base monetária. Os ajustes fiscal e patrimonial do Estado tornam-se uma condição necessária para aumentar a credibilidade do público neste regime cambial, uma questão não resolvida no Brasil. Rodriguez julga que o ajuste fiscal alcançado no primeiro ano do governo Collor não é duradouro e sugere aumentar a credibilidade da âncora cambial por meio da opção radical por um Conselho de Moeda.

É conhecida a defesa pelo *mainstream* de mudanças institucionais, particularmente a independência do Banco Central, para aumentar as restrições ao gasto das autoridades fiscais. O Banco Central deve ter como única missão a manutenção da estabilidade dos preços, ainda que seja à custa de outros objetivos da política econômica. Deve, portanto, estar numa posição de independência institucional que lhe permita recusar o financiamento monetário de políticas fiscais consideradas imprudentes. Um estudo empírico levado a cabo no BM procura demonstrar que, nos países desenvolvidos, quanto maior a independência do Banco Central menor a inflação (Cukierman, Webb e Neyapti, 1992).[220]

A indisciplina fiscal crônica, que o *mainstream* localiza na origem dos regimes de alta inflação na América Latina, força a busca de fórmulas que "amarrem as mãos" das autoridades econômicas. O Conselho da Moeda é apenas a fórmula mais radical para atingir este objetivo, já que as regras de emissão tornam-se

---

219 Para uma crítica a essa causalidade no sentido de Granger-Sims, ver a nota 12 deste Capítulo.

220 Apesar de todo o esforço empírico, o *mainstream* não consegue fechar o suposto círculo virtuoso, demonstrando que a maior independência dos bancos centrais conduz a taxas de crescimento econômico mais elevadas no longo prazo.

automáticas, respondendo apenas aos movimentos das reservas internacionais, emulando as regras do padrão-ouro.

No caso do Brasil, a existência de um elevado estoque de dívida pública, interna e externa, permanece como um problema crucial, com o agravante de que a dívida mobiliária interna é denominada em títulos indexados e de curtíssimo prazo, demandando uma solução prévia para não colocar em xeque a credibilidade de qualquer âncora nominal, monetária ou cambial. Rodriguez (1991), a exemplo de seus colegas brasileiros, diagnostica que o estoque de dívida mobiliária interna é demasiadamente elevado e líquido, não permitindo assegurar o seu serviço por um ajustamento fiscal factível e consistente. Particularmente, dado o nível relativamente baixo das reservas internacionais brasileiras para assegurar a conversão dos agregados monetários relevantes na época, o Conselho da Moeda não pode permanecer sob a ameaça permanente da conversão em moeda do estoque de dívida pública mobiliária. Sugere, então, a redução do valor de mercado deste estoque, assegurando que o serviço futuro da dívida pública total seja consistente com os superávits fiscais esperados. O autor não entra em detalhes sobre como implementar essa redução, que obviamente encontra formidáveis obstáculos legais e políticos.

Pode-se resumir o diagnóstico de Rodriguez com a afirmação de que a inflação brasileira resulta primariamente da situação fiscal, isto é, não é possível controlar a oferta de moeda e a inflação sem que o déficit fiscal e o seu serviço se encontrem em trajetórias julgadas sustentáveis pelo público. No entanto, a credibilidade do ajuste fiscal só pode ser fornecida por uma inovação institucional que garanta a sua permanência. No caso do Brasil, essa inovação deve ser o Conselho da Moeda, que traz o bônus de assegurar uma redução da inflação mais rápida do que o simples lançamento de uma âncora monetária. Dada a rigidez das regras de emissão, o lançamento de um programa de estabilização baseado num Conselho da Moeda exige a redução prévia do estoque e da liquidez da dívida mobiliária, única maneira de garantir as trajetórias desejadas para as variáveis fiscais no curto prazo.

Os argumentos de Rodriguez retornam numa outra versão monetarista, mais próxima do cânon novo clássico, por Auernheimer (1992), que afirma que as expectativas *forward-looking* dos agentes sobre a evolução da oferta monetária futura (isto é, a monetização dos déficits fiscais) afetam a formação dos preços no presente, modificando as condições necessárias para o lançamento de um programa de estabilização que goze de suficiente credibilidade no Brasil. Na frente fiscal, a simples eliminação do déficit primário não é uma condição suficiente. Torna-se necessário desvalorizar o estoque ou alongar as maturidades da dívida pública interna ou ainda gerar um substancial e sustentável superávit primário, suficiente para assegurar o serviço da dívida

pública. Na frente monetária, a adoção de regras simples e transparentes de emissão, como as proporcionadas por um Conselho de Moeda.[221]

No segundo ensaio, Meltzer (1991) preocupa-se em questionar a conclusão de que preços determinam a oferta monetária no Brasil, temendo que possa ser interpretada como um endosso às teses heterodoxas, que sugerem o controle de preços e salários para quebrar a inércia inflacionária e a necessidade de um algum tipo de calote nos títulos da dívida pública interna. Meltzer contesta os testes de causalidade que apoiam essa conclusão, afirmando que o crescimento da velocidade da demanda por moeda, para os agregados mais amplos, não contribui para acelerar a inflação brasileira na década de 80, sendo este resultado devido unicamente ao crescimento da base monetária, tendo sua origem no financiamento do déficit fiscal. Sendo a inflação principalmente monetária, é necessário estabelecer limites institucionais à aquisição de títulos públicos pelo Banco Central. Para aumentar a credibilidade do programa de estabilização, Meltzer concorda com a criação de um Conselho da Moeda no Brasil, destacando suas principais vantagens: 1) a inflação cai rapidamente para o nível da inflação internacional;[222] 2) abre-se espaço para uma substancial queda das taxas de juros nominais, que convergem para níveis próximos aos internacionais;[223] 3) as menores taxas de juros nominais permitem sair mais rapidamente da recessão e facilitam o ajuste fiscal, elevando as receitas fiscais e reduzindo o serviço da dívida interna, dispensando as medidas heterodoxas para reduzir seu estoque; 4) os déficits fiscais só podem ser financiados voluntariamente, por poupança interna ou externa, assegurando uma estrita disciplina fiscal; 5) mantêm-se os ganhos de senhoriagem sobre a moeda nacional.

A conferência do Banco Mundial, em janeiro de 1992, concentra-se na discussão das vantagens e desvantagens do movimento regional em direção a taxas de câmbio mais fixas. Liviatan (1993a e 1993b) resume a posição dos

---

221 Essa argumentação segue a linha de análise inaugurada por Sargent e Wallace (1975): com expectativas racionais, o ajuste fiscal é fundamental para evitar o crescimento contínuo da dívida pública. Neste diagnóstico, a trajetória futura da inflação resulta do cumprimento da restrição orçamentária intertemporal do setor público.

222 Naturalmente, supõe-se implicitamente uma grande flexibilidade dos preços internos. Na conferência promovida pelo Banco Mundial, em resposta aos seus críticos novos keynesianos, Meltzer (1993: 93) afirma que: Por outro lado, uma das vantagens de um Conselho da Moeda, presumivelmente, é que salários rígidos não são uma questão de dogma divino. Sistemas diferem no grau em que salários são flexíveis e uma das razões pela qual são diferentes em diferentes sistemas é que dependem da credibilidade da política monetária naquele sistema. Isto é, da expectativa do público para a taxa de inflação.

223 Essa também é uma das principais vantagens apontadas por Walters (1993) e Hanke e Schuler (1993). Esses autores subestimam o fato de que um governo com alto estoque de dívida pública interna pode justamente não estar em posição de abrir mão do Banco Central para refinanciá-la sem elevar o risco de *default* e, em conseqüência, a taxa de risco desses títulos: os títulos públicos são os que costumam pagar os menores rendimentos no mercado financeiro interno porque a possibilidade de *default* é mínima, uma vez que o governo sempre pode emitir. Aumentando esta possibilidade, a taxa de juros para refinanciá-los pode subir substancialmente.

defensores de âncoras cambiais para os países da América Latina: 1) trata-se de um instrumento para restaurar os papéis tradicionais da moeda e que pode ter como bônus o retorno dos capitais expatriados, facilitando a superação da restrição externa; 2) as variações da oferta monetária, sujeitas a regras mais automáticas, podem assegurar a dose adequada de monetização para alcançar uma baixa inflação sem recessão, acaso continuem as entradas de capitais, dada a existência de substancial capacidade ociosa nessas economias como legado da crise econômica crônica; 3) a âncora monetária não é factível, uma vez que a base monetária é muito reduzida nesses países; 4) a regra cambial é mais transparente e menos complexa para o público.

No entanto, regimes de taxas de câmbio fixas exigem condições necessárias particularmente difíceis de alcançar na América Latina para iniciar um programa de estabilização, como a conversibilidade plena, para dar confiança aos investidores, e um forte compromisso com a redução da inflação, para influenciar favoravelmente as expectativas privadas. Vários participantes da conferência acreditam haver, naquele momento, vontade política nos países da região para efetuar as profundas reformas necessárias. Há um relativo consenso de que os regimes com taxas de câmbio fixas aumentam a credibilidade das autoridades monetárias. No limite, esses regimes podem assumir a forma mais radical de Conselhos da Moeda, que têm regras mais transparentes, sendo de fácil entendimento e acompanhamento pelo público.

Fischer (1993), ex-economista-chefe do Banco Mundial e ativo participante do CW, sublinha que o principal argumento em favor do Conselho da Moeda pertence à economia política das reformas: exerce uma enorme pressão sobre o sistema político, obrigando-o a aceitar uma maior disciplina fiscal. Essa seria a maior lição do Plano de Conversibilidade argentino: o ministro da Economia, Domingo Cavallo, vende o Plano como uma radical transformação no funcionamento da economia, promovendo reformas fiscais importantes, uma rápida privatização e uma profunda reforma no setor público, ao mesmo tempo que renegocia a dívida pública externa nos moldes do Plano Brady. A lição a ser aprendida pelos reformadores é que, além de satisfazer as precondições fiscais, é essencial manter a iniciativa da liberalização e das reformas para assegurar a credibilidade do Conselho da Moeda e o sucesso inicial no combate à inflação facilita sua passagem posterior no sistema político.

Liviatan (1993a) também resume as principais objeções levantadas na conferência ao regime de taxas de câmbio fixas para os países da América Latina: 1) a possibilidade de sérias crises no balanço de pagamentos e do retorno da inflação, na ausência de um ajuste fiscal satisfatório; 2) a necessidade de acomodar freqüentes choques externos assimétricos;[224] 3) a

[224] Por exemplo, Sjasstad (1993) argumenta que os movimentos reais entre as principais taxas de câmbio na Tríade resultam em mudanças nos preços das *commodities*. Assim, uma apreciação real do dólar tende a diminuir

sobrevalorização da taxa de câmbio, quando há uma lenta convergência da inflação interna para a norma internacional.

Liviatan (1993a) ainda lista os altos riscos associados com as formas mais radicais desse regime, como o Conselho da Moeda: 1) a falta de flexibilidade perante choques externos, pelos altos custos políticos envolvidos na modificação da paridade de conversão; 2) a vulnerabilidade frente à reversão dos fluxos de capitais e eventuais corridas contra a moeda nacional, requerendo o apoio externo, implícito ou explícito, de um emprestador de última instância na Tríade; 3) a opção torna-se particularmente desaconselhável na presença de um grande estoque de dívida pública mobiliária de curto prazo, pela possibilidade da fuga dos títulos públicos para instrumentos em dólares; 4) a permanência de taxas moderadas de inflação após a erradicação da alta inflação, dificultando a convergência com a norma internacional e a conseqüente sobrevalorização da taxa de câmbio; 5) a importância do nível inicial da taxa de câmbio, que deve acomodar a futura valorização; 6) os dilemas para optar entre o dólar ou uma cesta de moedas como a referência da taxa nominal de conversão.

McKinnon (1993) argumenta, adicionalmente, que os países latino-americanos são os grandes devedores no sistema financeiro internacional e necessitam de uma maior flexibilidade na taxa de câmbio para servir as dívidas externas. No caso de uma corrida contra as reservas internacionais, num regime de taxas de câmbio fixas, quais critérios decidem quem deve ter prioridade interna no acesso às divisas? Sublinha que a durabilidade da experiência histórica do padrão-ouro está associada a uma economia internacional estabilizada, detalhe importante que desaconselha voltas isoladas a este regime.

A conferência do Banco Mundial, numa conjuntura em que o debate teórico sobre regimes cambiais alternativos para países em desenvolvimento com alta inflação e as preferências políticas pela estabilização imediata parecem se resolver em favor de regimes com taxas de câmbio mais fixas, mostra que esta escolha envolve dificuldades consideráveis, dependendo da pronta implementação de severas políticas de apoio, monetária e fiscal, e do horizonte temporal da política econômica. Além disso, as regras institucionais para esses regimes podem ser muito diversas quanto à política de comércio exterior, grau de conversibilidade, controles de capital etc.

O item seguinte cobre brevemente o estado do debate sobre as âncoras nominais no *mainstream* brasileiro logo após o fracasso dos Planos Collor I e II.

---

os preços das *commodities*, como ficou demonstrado entre 1980-85. Se os países em desenvolvimento estão num regime de taxas de câmbio fixas, experimentam uma deflação dos bens comerciáveis que, se não puder ser acomodada por ganhos de produtividade (os preços das *commodities* em dólares caem cerca de 30% entre 1980-85), exige uma forte deflação nos preços dos bens não comerciáveis, uma tarefa reconhecidamente difícil em economias modernas.

O Debate no *Mainstream* Brasileiro

Com o fracasso do Plano Collor e a substituição da ministra Zélia Cardoso de Mello pelo ministro Marcílio Marques Moreira em maio de 1991, adota-se no Brasil uma estratégia de estabilização muito próxima daquela defendida pelo CW, rejeitando-se explicitamente terapias mais heterodoxas. Na conferência promovida pelo BM, os economistas brasileiros presentes manifestam claramente sua antipatia pelo Conselho da Moeda, defendendo um pacote ortodoxo clássico de estabilização, compreendendo um ajuste fiscal significativo, uma política monetária apertada e taxas de câmbio flexíveis.

Fraga (1993), na época diretor do Banco Central, defende o enfoque oficial de concentração nos fundamentos e o fim das ameaças de constantes mudanças nas regras do jogo, afirmando que o momento de lançar uma âncora nominal deve aguardar um maior ajuste fiscal. No enfoque da nova equipe econômica, os quatro pilares da política econômica devem ser: 1) a privatização das empresas estatais; 2) a reforma fiscal (destinada a aumentar a base tributária); 3) a revisão constitucional (necessária para efetivar as reformas administrativa e da previdência, entre outras); 4) normalizar rapidamente as relações com o sistema financeiro internacional (procura-se um acordo com o FMI, alcançado em janeiro de 1992).

Pastore (1993) e Silva (1993) também defendem nessa conferência que o ajuste brasileiro deve seguir as regras ortodoxas básicas: 1) criar um novo regime fiscal, que requer as reformas tributária e da previdência; 2) acelerar os processos de desregulação e privatização da economia brasileira, criando uma economia *market-oriented* para reduzir os custos recessivos do ajustamento; 3) implantar um novo regime monetário, com maior autonomia do Banco Central, eliminando as três principais anomalias do regime atual: o acesso dos bancos estaduais ao redesconto, a presença de ministros de Estado que representam setores intensivos em gasto no Conselho Monetário Nacional e o acesso direto do Tesouro à moeda emitida pelo Banco Central.

Uma das grandes surpresas do debate nacional é o alinhamento de um dos pioneiros da inflação inercial, André Lara Resende, com a tese do Conselho da Moeda (Resende, 1992).[225] As razões alegadas são eminentemente de economia política: a nova equipe econômica do governo Collor defende um conjunto de reformas estruturais para estabelecer no país uma "economia de mercado

[225]Outro pioneiro da inflação inercial, Francisco Lopes, apresenta uma proposta de implementar um sistema bi-monetário no final da década de 80, no qual uma nova moeda, o Real, percebida como de boa qualidade, torna-se gradualmente uma unidade de conta amplamente disseminada pela economia (Lopes, 1989). Naquela conjuntura, antes do retorno dos fluxos de capitais externos, a proposta recebe uma reduzida atenção da mídia e do *establishment*.

competitiva" muito próximo daquele subscrito pelo autor. Essa agenda encontra-se ameaçada pelas conseqüências de médio prazo dos fracassos dos Planos Collor I e II. A nova equipe econômica evita uma explosão inflacionária, no rastro da desvalorização de setembro de 1991, sem recorrer a medidas heterodoxas ou ao artificialismo dos atrasos nas tarifas públicas e no câmbio. No entanto, a inflação encontra-se num patamar muito elevado (acima de 20% mensais) para acreditar que uma terapia ortodoxa gradualista - economia em recessão, controle das despesas públicas na "boca do caixa" e juros extremamente altos - possa reduzi-la sem custos políticos e sociais intoleráveis para um governo que não goza de apoio majoritário no Congresso e está fragilizado pelas denúncias de corrupção.[226]

Resende está consciente de que para manter o momento das reformas estruturais é necessário pronto sucesso na estabilização da moeda. Interromper com relativa presteza os processos inflacionários crônicos exige a prévia restauração plena da função unidade de conta da moeda, oferecendo uma âncora nominal para a economia. Com o fracasso da heterodoxia,[227] o fenômeno da dolarização "forte", isto é, o recurso à moeda estrangeira até como unidade de conta, reflete a experiência desde o final da década de 80 em vários países latino-americanos. Segundo Resende, a Argentina adota uma solução criativa para elevar a credibilidade da moeda nacional e evitar a sua completa substituição pelo dólar, fixando a taxa de câmbio da moeda nacional com o dólar em lei e permitindo a circulação concomitante das duas moedas com o Plano de Conversibilidade de abril de 1991. Ao anúncio dessas medidas, segue-se uma reviravolta nas expectativas inflacionárias, a queda rápida da inflação e a reativação do nível de atividade e dos investimentos privados.

Para Resende, a experiência argentina comprova que os elementos de inércia inflacionária continuam presentes, apesar da maior dolarização, principalmente na formação dos preços de alguns bens não-comerciáveis de elevado peso no índice de preços ao consumidor (aluguéis, serviços pessoais etc.). A inflação residual medida por este índice é elevada, resultando numa indesejável supervalorização cambial, constituindo-se no principal problema do programa argentino, já que o ajuste fiscal, necessário para manter a regra de não financiar o setor público com emissões monetárias, vem sendo alcançado graças às receitas extraordinárias das privatizações.

---

226 Amadeo (1992) aponta que o gradualismo alcança uma significativa redução dos salários reais (perdem cerca de 25% do seu poder de compra desde o início da década), mas os preços dos bens e serviços continuam a apresentar rigidez à queda, tudo indicando que as empresas oligopólicas sobem defensivamente as margens de lucro com a recessão em vários setores, como apontado anteriormente por Tavares e Belluzzo (1984).

227 O único programa heterodoxo num país democrático que obteve relativo sucesso na década de 80, com uma política de rendas efetivamente negociada e não imposta de cima para baixo, é o de Israel, um caso especialíssimo pelo tipo de coalizão governamental (um governo trabalhista), pelo generoso apoio externo dos EUA e pela possibilidade de efetuar grande parte do ajuste fiscal sobre os gastos militares.

Como reduzir a inflação e evitar a supervalorização, sem recorrer às medidas heterodoxas, em franco descrédito por seu uso abusivo no Brasil? Resende descarta a eficácia do simples anúncio de uma âncora cambial (a introdução de uma taxa de câmbio fixa com conversibilidade) como suficiente para restaurar a credibilidade na política econômica, uma vez que as reservas internacionais são relativamente baixas diante dos agregados monetários mais amplos e um ajuste fiscal definitivo está fora de cogitação. Alternativamente, sugere a criação imediata de um Conselho da Moeda independente, utilizando argumentos favoráveis similares aos da conferência do BM, especialmente que o ajuste fiscal se torna compulsório.

Há duas inovações dignas de nota na proposta de Resende. A primeira é a permissão de circulação simultânea, durante um período de transição, de duas moedas: a moeda do Conselho, lastreada por parte das reservas internacionais, e o cruzeiro. A segunda é uma taxa de conversibilidade flexível entre as duas moedas, determinada pela sua demanda relativa. Espera-se que a economia, com a circulação simultânea das duas moedas, utilize crescentemente a moeda do Conselho como unidade de conta, promovendo-se, por assim dizer, a "dolarização virtual" da economia brasileira, uma vez que a dolarização de fato não avança pela existência da moeda indexada e do elevado grau de proteção às atividades internas. Quando a referência à moeda do Conselho for generalizada na formação dos preços internos, fixa-se a paridade de conversão entre as duas moedas e completa-se a reforma monetária, evitando-se uma elevada inflação residual na nova moeda.

Resende afirma que sua proposta é menos recessiva do que a ortodoxia gradualista, uma vez que restabelece uma unidade de conta e de reserva de valor confiável para permitir a recuperação do cálculo econômico de mais longo prazo e do investimento privado. A volta do crescimento, por sua vez, deve tornar mais fácil o necessário ajuste fiscal, dificultado pela recessão e pela rejeição da criação de impostos extraordinários pela opinião pública, após o confisco do Plano Collor I.

Com a circulação simultânea de duas moedas, sem uma taxa de conversibilidade fixa, como evitar a rejeição imediata do cruzeiro e a entrada na hiperinflação? Resende afirma que não há fuga do cruzeiro enquanto os títulos denominados nesta moeda garantirem taxas de juros positivas suficientemente elevadas, compensando o risco de câmbio e evitando a criação súbita de uma enorme demanda por moeda do Conselho, que demanda uma maxidesvalorização da taxa de conversão. Pelo contrário, o diferencial de juros pode até estimular as entradas de capitais e uma maior oferta de moeda do Conselho.

Um problema de consistência nesse argumento é que provavelmente se dificulta ainda mais o ajuste fiscal no período de transição, ao reduzir uma fonte de receita do governo (a senhoriagem na emissão de cruzeiros, cuja demanda tende a cair), sem que a redução das taxas de juros beneficie o conjunto dos seus títulos. Pelo contrário, tende a aumentar o peso do serviço da dívida mobiliária, tanto pela maior emissão para compensar a perda da senhoriagem, quanto pelas taxas de juros elevadas em cruzeiros, para evitar a fuga precoce da moeda velha.

O otimismo de Resende não é partilhado pelos monetaristas. Simonsen (1992) argumenta que o resultado mais provável da convivência das duas moedas na transição é uma megadesvalorização cambial da taxa de conversão entre as duas moedas e uma aceleração da inflação em cruzeiros, pela desconfiança instantânea nos títulos e contratos denominados na moeda nacional. Conclui que o ajuste fiscal deve preceder necessariamente qualquer tentativa de reduzir a inflação. Senna (1992) segue raciocínio semelhante: a megadesvalorização do cruzeiro reduz imediatamente o estoque de riqueza desejado da economia, levando provavelmente a economia a uma pronunciada recessão, causada por um efeito riqueza fortemente negativo. Ironicamente, a proposta de Resende é acusada pelos monetaristas de ser simultaneamente mais inflacionária e mais recessiva do que a ortodoxia da nova equipe econômica.

Na proposta da criação de um Conselho da Moeda, cabe explicitar o abandono de qualquer veleidade de neutralidade distributiva, ao contrário da retórica que cerca a famosa "Proposta Larida" (Arida e Resende, 1984). Não há regras definidas previamente para a conversão de preços, salários e outros rendimentos para a nova moeda que procurem manter a neutralidade distributiva. A segurança imediata e os ganhos iniciais gerados pela criação de uma moeda conversível restringem-se aos setores capazes de gerar receitas em dólares, que podem arbitrar e especular entre aplicações financeiras nas duas moedas, aos credores em geral, que podem denominar os novos contratos na moeda do Conselho, e aos setores voltados ao mercado interno, que têm poder de mercado suficiente para indexar seus preços na nova moeda. Os demais setores vinculados ao mercado interno, especialmente os trabalhadores e os devedores, são excluídos da segurança imediata para seu poder aquisitivo e seus ativos/passivos financeiros e, ainda por cima, sofrem os efeitos da arbitragem e da especulação dos agentes dolarizados sobre a taxa de conversão entre as duas moedas.[228]

---

228 É interessante contrastar essa proposta com a defesa feita por Walters (1993), ex-assessor da primeira-ministra britânica Thatcher, da adoção do Conselho da Moeda nos países em desenvolvimento. Para o economista britânico, a grande atração do Conselho é oferecer a oportunidade de fuga para a moeda internacional também ao *small man*, forçando uma maior disciplina sobre o governo (e, acrescente-se, sobre os grandes capitais, responsáveis em última instância pela geração de divisas).

A convivência de duas moedas no período final do regime de alta inflação, uma delas "virtual" e com a função de unidade de conta para evitar os problemas da inflação residual, é a idéia que permanece da proposta de Resende, sendo reintroduzida mais adiante, quando da criação da URV na segunda fase do Plano Real (Resende, 1996 e Arida, 1996). Porém, os outros pontos da proposta não conseguem sequer o apoio dos outros futuros membros da equipe econômica do Real. Franco (1993) argumenta contra a alternativa do Conselho da Moeda, ressaltando três especificidades brasileiras que desaconselham a imitação da solução argentina: a baixa dolarização da riqueza financeira, a menor extensão da indexação dos preços internos à taxa de câmbio e o menor grau de abertura comercial. Essas especificidades podem levar facilmente a uma valorização excessiva da taxa de câmbio. Por outro lado, descartada a coordenação dos preços e salários, Franco, a exemplo de Simonsen (1992), destaca que o grande perigo na criação de sistemas bi-monetários para induzir uma maior indexação ao dólar, como os propostos por Resende (1992) e Lopes (1989), é detonar uma explosão hiperinflacionária na moeda velha, uma vez que o desajuste fiscal pode continuar a exigir o financiamento monetário do déficit e a base de arrecadação do imposto inflacionário (a demanda por moeda velha) encontrar-se em contração. Esta seria a lição dos exemplos históricos da Alemanha em 1923 e da Hungria em 1946.

Segundo Franco, as tentativas de abrasileirar o Programa de Conversibilidade argentino enfrentam duas incógnitas. Em primeiro lugar, qual o volume necessário de reservas internacionais do Banco Central para assegurar o sucesso da dolarização? A resposta depende da taxa de cobertura escolhida, que pode garantir a conversibilidade da base monetária ou dos meios de pagamento (M_1). Em segundo lugar, qual é a demanda por moeda após a estabilização? Esta projeção é essencial, porque as reservas mal ultrapassam US$ 19 bilhões no conceito caixa no final de 1992, um valor que não alcança a quarta parte do agregado monetário mais amplo (M_5) na época. A existência de um expressivo volume de poupança financeira em cruzeiros com prazos de maturidade muito curtos exige uma solução que evite uma possível conversão em massa desses ativos financeiros para depósitos à vista em dólares na fase de transição.[229]

Diante dessas duas incógnitas, Franco lista três medidas necessárias para evitar um colapso prematuro da conversibilidade: 1) colocar as taxas de juros reais em valores muito elevados para as aplicações em moeda nacional e progredir nos fundamentos; 2) desvalorizar a taxa de câmbio para reduzir M_5

---

[229] Bresser Pereira e Ferrer (1991) classificam o caso argentino de "dolarização crônica", sendo um fenômeno específico daquele país. A taxa de câmbio torna-se o indexador fundamental da economia argentina e M_4 é inferior ao estoque de bilhetes de dólares dentro das fronteiras argentinas nas vésperas do Plano de Conversibilidade. O amplo predomínio dos ativos financeiros denominados em divisas estrangeiras em relação aos denominados em moeda nacional é o fator que define a especificidade da "dolarização crônica".

ao nível das reservas internacionais;[230] 3) converter compulsoriamente os ativos financeiros em títulos dolarizados de longo prazo (a solução Bonex adotada em 1989 pela Argentina). A primeira exige uma rápida progressão nos fundamentos para aumentar a credibilidade e reduzir os juros reais. As duas últimas exigem governos dispostos a confiscar ou redistribuir a riqueza para estabilizar.

De qualquer maneira, necessita-se assegurar o equilíbrio externo para garantir um volume adequado de reservas internacionais e sustentar a âncora cambial na transição. Em ensaio anterior (Franco, 1991), o autor destaca que economias com um baixo grau de abertura ao exterior, como o Brasil, têm, paradoxalmente, uma maior vulnerabilidade externa a âncoras cambiais. A alternativa para reduzir a vulnerabilidade externa é adotar políticas direcionadas para o aumento da produtividade e do grau de abertura, segundo os lineamentos de uma nova política industrial, apresentados no Capítulo 6. No curto prazo, o tamanho do PIB brasileiro é a variável fundamental para se avaliar a viabilidade de um empréstimo internacional de estabilização para sustentar a conversibilidade inicial, elemento decisivo em tantas experiências históricas anteriores. No caso de um país-continente, como o Brasil, o tamanho absoluto desse empréstimo parece inviabilizá-lo. Um truque semelhante ao *Rentenmark* para aumentar o lastro da conversibilidade, qual seja, oferecer um título público indexado ao próprio dólar que desperte a confiança dos investidores internos, parece ser incompatível com a questão fiscal não resolvida e, além disso, torna necessário aprofundar a dolarização "virtual" da economia, oferecendo regras explícitas para a correção da taxa de câmbio e facilitando a indexação dos preços e salários nesta taxa. Desta forma, há um abandono progressivo das funções da moeda nacional que facilita o fim da hiperinflação: num determinado dia, assegurados os fundamentos, uma reforma monetária elimina a moeda velha, mas os preços e salários já se encontram alinhados na moeda nova, que guarda uma relação fixa com o dólar.

A defesa da nova política industrial explica os ataques ferinos do autor às propostas alternativas à âncora cambial, que envolvem uma prefixação de preços e salários, vale dizer, que advogam o controle e a administração negociada dos preços e salários como mecanismos de coordenação das expectativas num programa de estabilização. A ofensiva concentra-se particularmente sobre a proposta de negociá-los nas câmaras setoriais, identificada como o Cavalo de Tróia da volta da intervenção estatal na economia, agora de uma forma negociada:

---

230 Essa sugestão pode sofrer a mesma objeção feita por Senna (1992) à proposta de Resende: a desvalorização dos ativos financeiros produz um tremendo efeito riqueza negativo, sendo extremamente recessiva.

> Por trás de idéias sobre coordenação de expectativas estão pontos de vista muito definidos sobre a natureza da intervenção do estado na economia. Na verdade, no domínio da administração de preços e da política de competição, nossa tradição, bem expressa pelas práticas do antigo CIP, é de corporativismo e relações incestuosas entre o público e o privado. Hoje, o debate nesse tema se trava, grosso modo, entre aqueles que favorecem a reconstrução de relações de mercado e os que procuram institucionalizar e estender a teia de relações corporativas entre estado e setor privado. (Franco, 1993: 92)

Para Franco (1993), os pactos sociais não funcionam para conter a inflação no Brasil, contrariando a experiência histórica positiva dos países da OCDE, válida para sociedades com um maior grau de organização institucional, por causa do baixo nível de adesão aos programas de estabilização. No Brasil, uma participação restrita na negociação dos pactos aos setores mais organizados, representantes de "minorias", é o caminho mais curto para a reedição dos "pactos inflacionários", porque é a massa desorganizada fora do acordo que paga seus custos por intermédio do imposto inflacionário. Trata-se de um abrasileiramento da tese da Calmfors e Driffill (1988) que explora a eficiência econômica de acordos salariais com base no número e na representatividade dos agentes envolvidos na negociação centralizada. Os autores afirmam que quando há poucos negociadores, mas com suficiente poder de mercado, o resultado da barganha salarial centralizada é ineficiente, uma vez que os negociadores podem esquecer as externalidades negativas de suas decisões. No entanto, esta tese tem sido contestada por diversos autores, que afirmam que muito mais importante do que o número e a representatividade dos negociadores nos acordos salariais centralizados é o grau de coordenação entre os agentes nestes acordos: a eficiência econômica cresce diretamente com a coordenação, especialmente nos setores de bens comerciáveis.[231] A visão profundamente hostil aos sindicatos e a todos os movimentos populares organizados, tornados "sócios" da inflação por meio de uma sociologia vulgar, é um componente presente nos antecedentes genéticos do Real.[232]

A forte identidade de Franco com a visão de Mercado, mais especificamente com o conservadorismo liberal da equipe de Marcílio Marques Moreira, transparece na sua afirmativa de que a generalização das expectativas *forward looking* na determinação dos preços efetivamente desindexa os salários, dispensando mecanismos de coordenação extramercados e possibilitando a opção por políticas ortodoxas de estabilização.[233] Descartadas a dolarização e

---

231 Ver Snower (1995).

232 Curioso país este nosso: onde minorias (organizadas e militantes) exploram maiorias (organizadas esub-representadas) e a principal forma de conflito social não se dá entre capital e trabalho, mas entre capital e trabalho organizados e capital e trabalho desorganizados. (Franco, 1995: 280) A enorme queda dos salários reais dos trabalhadores com carteira entre 1986-92 demonstra bem a distância entre fato e retórica nesta superficial apreciação dos fracassos e limites dos pactos sociais no Brasil.

233 Esse não é o diagnóstico que prevalece com o Plano Real. Pérsio Arida, o criador da URV como "moeda virtual", junto com André Lara Resende, afirma que a inflação volta a assumir as características de

os pactos sociais, as duas alternativas disponíveis para tratamentos de choque, Franco sugere a continuidade do gradualismo ortodoxo:

> Argumenta-se também e principalmente que, como as alternativas de choque envolvem altíssimos riscos se executadas sem uma correção prévia dos chamados fundamentos fiscais, os quais, no caso brasileiro, envolvem, como se sabe, amplas e profundas reformas, a melhor alternativa de política econômica no momento, se se pretende empreender um programa de estabilização em algum ponto no futuro, é a construção das pré-condições para uma iniciativa conseqüente. Apenas depois desse esforço frutificar é que o país deveria pensar em iniciativas contundentes de estabilização. (Franco, 1993: 79)

Ironicamente, em sua pesquisa de doutoramento, Franco (1990) rebate a tese de que as correções prévias dos fundamentos fiscais por reformas fiscais abrangentes exerçam um papel determinante no fim das quatro hiperinflações européias da década de 20, enunciada por um dos mais destacados representantes dos novos clássicos (Sargent, 1982). Segundo Franco, nessas experiências, os equilíbrios orçamentários são obtidos pela recuperação das receitas tributárias com a estabilização (o efeito Olivera-Tanzi), concluindo que os déficits inflacionários são em boa parte produtos do regime de alta inflação. As condições necessárias para o sucesso dessas estabilizações compreendem a resolução de várias questões situadas fora da esfera fiscal, notadamente da questão externa. Especialmente, as estabilizações beneficiam-se das "dolarizações" dessas economias, prévias ao lançamento da âncora cambial. A "dolarização" assume um papel crucial como dispositivo de coordenação decisória dos preços e salários, permitindo o fim rápido das hiperinflações.

No caso do Brasil, o diagnóstico da crise fiscal é diferenciado. A exemplo da Argentina e do Peru, a crise fiscal brasileira explica-se principalmente pelo "populismo", vale dizer, pela irresponsabilidade macroeconômica das autoridades econômicas, e não por mecanismos endógenos às tentativas de ajuste (Franco, 1991).[234] Como o "populismo" caracteriza-se pela incorporação política das massas urbanas, falta-lhe identificar claramente os beneficiados e as rubricas correspondentes de gastos no orçamento estatal. Franco identifica o principal vilão na evolução da rubrica "salários" da conta corrente do setor público (segundo seus próprios dados, essa rubrica aumenta seu peso nas despesas correntes em menos de um ponto percentual e meio do PIB entre

---

inercialidade na gestão de Marcílio Marques Moreira, favorecendo o lançamento de um novo plano heterodoxo. Ver Arida (1996).

234 O "populismo" como explicação para a falta de disciplina fiscal dos países latino-americanos na década de 80 torna-se comum entre os membros do *mainstream* da Cambridge americana (Harvard e MIT) com interesse na região. Para um exemplo, ver Bresser Pereira (1991). A explicação alternativa, que se encontra desenvolvida por ângulos diferentes por Fiori (1995) e por economistas da UNICAMP (ver Capítulo 7), é que o nó central da crise fiscal, após 1982, encontra-se no encilhamento financeiro geral causado pelas políticas ortodoxas, que dificulta qualquer capacidade de relançamento sustentável da economia e implode o Estado nacional-desenvolvimentista.

1970-89), permitindo-lhe caracterizar o suposto populismo brasileiro como um "populismo das corporações". A queda brutal da receita corrente, na contramão do ajuste efetuado pelos países desenvolvidos, e os aumentos substanciais no serviço das dívidas e nos gastos na rubrica "outros" (que, juntos, causam uma piora superior a 11 pontos percentuais do PIB na conta corrente do setor público entre 1970-89) são tratados com ligeireza. A seguinte citação reflete o cerne dessas idéias:

> Dadas as circunstâncias em que se iniciou a Nova República, a falta de suporte político para o Vice-Presidente que assume o mandato presidencial, tanto no Congresso quanto na sociedade como um todo, a jovem democracia brasileira viria a demonstrar uma extraordinária inclinação para velhos vícios que terminariam recriando uma velha doença, uma nova forma de populismo, um populismo das corporações, que atingiria o paroxismo no processo constituinte, Permanecendo o Brasil, do ponto de vista da estrutura formal e informal de representação de interesses econômicos, uma sociedade essencialmente invertebrada, não seria difícil para o novo regime incorporar corporações e clientes mediante o uso seletivo de sua musculatura regulatória e fiscal com o propósito de socializar os custos de benesses concedidas a interesses específicos organizados de forma aguerrida e militante. (Franco, 1991: 208-209, grifos meus)

Dada a irresponsabilidade fiscal crônica, que se reflete na própria confecção dos orçamentos públicos, a inflação e a repressão fiscal jogam um papel fundamental no "financiamento" *ex post* dos déficits (Franco, 1993). A inflação reduz as dotações orçamentárias reais, que não são indexadas, e a repressão fiscal vale-se de expedientes temporários e reversíveis, especialmente o arrocho salarial do funcionalismo e a contenção dos investimentos públicos. A demanda de Franco por uma nova legislação para as finanças públicas, que assegure maior transparência à elaboração dos orçamentos e maior responsabilidade fiscal pode ser considerada consensual entre economistas de diversas escolas e visões.

As idéias expostas acima por Franco encontram-se melhor desenvolvidas em Bacha (1994). O objetivo de Bacha é rebater as teses que se encontram ganhando peso nas instituições multilaterais internacionais naquele momento, de que o Brasil, entre os países com regimes de alta inflação, é o único cuja inflação não aparenta ser puramente fiscal, devendo-se a armadilhas monetárias (a perda da confiança na moeda nacional e o financiamento do déficit com a moeda indexada) ou a problemas com as expectativas (a antecipação inflacionária da monetização futura da dívida pública). Essas teses têm conferido prestígio às propostas de "choques monetários" dos monetaristas, acompanhados de "dolarização" ou de um *overkill* fiscal, mesmo exigindo novamente intervenções drásticas nos contratos financeiros vigentes.

Bacha desenvolve a tese de que o ajuste fiscal brasileiro necessita de uma mudança imperativa do regime fiscal como condição para obter uma estabilização sustentável. Para isso, vale-se da mensuração de Guardia (1992) dos déficits fiscais potenciais brasileiros, que resultam extraordinariamente

elevados (próximos a 10% do PIB).[235] Como os déficits observados são apenas uma pequena fração dos potenciais, a inflação é o primeiro instrumento que "ajusta" as despesas reais, uma vez que as despesas são orçadas em termos nominais e são parcialmente desindexadas. As receitas, por seu lado, estão melhor protegidas da inflação por se encontrarem mais perfeitamente indexadas. O segundo instrumento do "ajuste" fiscal é o controle do caixa (a repressão fiscal do déficit). A inflação brasileira é vista por Bacha essencialmente como a forma de reduzir as despesas públicas reais, daí o paradoxo de uma inflação tão alta produzir *ex post* um déficit fiscal reduzido. Neste caso, um truque monetário para baixar a inflação pode aumentar substancialmente o déficit fiscal observado. Conclui pela necessidade de um corte profundo das despesas públicas, que exige uma solução política do conflito distributivo entre os grupos de interesse por uma fatia do orçamento público.

Para encerrar a discussão das âncoras nominais na economia brasileira, Arida (1992) afirma que os programas "heterodoxos" são expansivos, mas violam a restrição externa se não são acompanhados por uma redução do estoque da dívida pública interna. Se o programa de estabilização provoca um déficit em conta corrente, sem apoio externo, torna-se impossível utilizar a taxa de câmbio como âncora nominal. A sustentabilidade exige a redução do estoque da dívida interna (por meio de superávit fiscal ou do apoio externo predefinido ou da taxação excepcional sobre os ativos financeiros ou ainda das privatizações). Vale dizer, os programas de ajustamento "heterodoxos" exigem uma melhoria substancial nos fundamentos para garantir a estabilidade dos preços.

A restrição externa é violada se não houver uma redução do estoque da dívida interna, porque as rápidas quedas da inflação associadas aos programas de estabilização heterodoxos provocam efeitos-riqueza relevantes (mudanças na composição das carteiras de ativos) que aumentam a demanda agregada. A incerteza sobre a trajetória da inflação, no regime de alta inflação, aumenta a demanda por títulos indexados (à custa da demanda por ativos reais) a uma dada taxa de juros real, elevando a poupança privada desejada. O estoque atual da dívida pública só é financiado pelo público a taxas de juros razoáveis enquanto permanece o regime de alta inflação. Há um *debt overhang problem* que necessita ser equacionado previamente à estabilização. Nesta formulação, o balanço de pagamentos é essencialmente um problema fiscal.

Arida enfatiza a importância política de consolidar uma visão não recessiva dos choques "heterodoxos" para a criação de um consenso político em favor da reforma fiscal. Substituir o imposto inflacionário por impostos e/ou cortes de

---

[235] Guardia (1992) entende como déficit fiscal potencial aquele inserido na lei orçamentária aprovada pelo Congresso.

gastos, em simultâneo a uma redução negociada das transferências externas, tende a estimular a atividade econômica. Além disso, as decisões privadas de investimento são inibidas pela elevada volatilidade dos preços nos processos de alta inflação. Com o fim da alta inflação, deve-se esperar uma retomada desses investimentos.

Arida destaca também o papel estabilizador de uma "âncora salarial" na fase de flexibilização do choque "heterodoxo", que pode ser alcançada por intermédio da cuidadosa escolha das fórmulas de conversão e desindexação dos salários. Com a desindexação, se a inflação retornar, o efeito da queda dos salários reais sobre a demanda agregada pode se tornar "estabilizador" (contrapondo-se ao efeito-riqueza), recomendando-se, portanto, aumentar os intervalos de reajuste dos salários e suspender todas as cláusulas anteriores de reajustes automáticos. A fórmula de compromisso depende, naturalmente, do apoio pretendido dos trabalhadores organizados e da deterioração na distribuição de renda julgada tolerável.

A visão do balanço de pagamentos como um problema essencialmente fiscal nas experiências de estabilização com abertura financeira dos países em desenvolvimento é particularmente empobrecedora. Deriva da "nova visão da conta corrente" que se desenvolve no *mainstream* na década de 80. A principal conclusão normativa retirada desta visão pode ser resumida na falta de importância da conta corrente, num mundo onde não há controles e há alta mobilidade dos movimentos de capitais, uma vez que seu valor é um simples resíduo de decisões privadas, julgadas ótimas *a priori*.[236]

A análise que informa a "nova visão da conta corrente" parte da identidade contábil que iguala o resultado dessa conta com a soma do balanço fiscal mais o balanço da poupança menos o investimento privado:

$$P(X - M) = P(T - G) + P(S - I)$$

na qual X são as exportações de bens e serviços, M as importações, T as receitas tributárias, G os gastos do governo, S a poupança privada, I o investimento privado e P o nível de preços internos.

Em princípio, num nível tão elevado de agregação, interpretações radicalmente distintas podem ser dadas para o resultado da conta corrente.[237] No entanto, a principal característica da "nova visão da conta corrente" é o seu alinhamento com as versões mais radicais da visão do Mercado, rejeitando a necessidade de controles aos movimentos de capitais ou de metas para a conta corrente,

---

[236] Uma revisão favorável dessa literatura encontra-se em Pitchford (1992).

[237] Ver McCallum e Vines (1981).

devendo os governos se concentrarem unicamente na obtenção do equilíbrio fiscal e na consecução das reformas estruturais para eliminar as distorções e aumentar a eficiência dos mercados:[238]

> Em resumo, se, numa economia que está em equilíbrio interno e sem maiores distorções nos mercados, há fé de que as empresas e as famílias são capazes de realizar decisões ótimas de poupança e investimento com base nas informações disponíveis, não parece haver razões para uma intervenção que altere os resultados da conta corrente, ainda que haja motivos para elevar a eficiência dos mercados. Para aqueles sem essa fé, a alternativa é intervir nos níveis macroeconômico e/ou microeconômico, baseados na visão de que os mercados não podem trabalhar eficientemente e assim as famílias e as empresas não podem realizar decisões adequadas sobre o futuro. Num caso extremo, isto significaria políticas macroeconômicas ou microeconômicas que modifiquem substancialmente os planos de investimento e poupança do setor privado. (Pitchford, 1992: 14, grifos meus)

As versões mais radicais da visão do Mercado, derivadas dos fundamentos microeconômicos, em que os mercados operam eficientemente e permitem atingir uma designação ótima dos recursos na ausência de externalidades, exceto se impedidos por regulações governamentais inapropriadas, é particularmente inadequada para descrever o funcionamento dos mercados financeiros e cambiais, como admite a parcela majoritária do próprio *mainstream*, conforme a revisão efetuada na Parte I desta tese. Essa parcela do *mainstream* admite que as taxas de câmbio podem não refletir os fundamentos econômicos e, em conseqüência, os resultados da conta corrente e a eventual acumulação de dívida externa podem ser influenciados por essas "distorções", justificando políticas macroeconômicas intervencionistas no setor externo. Essas considerações justificam um exame mais detalhado da inserção da economia brasileira na globalização financeira na década de 90, como vista pelo *mainstream* internacional e pelos neo-estrutralistas da PUC-RJ, às vésperas do Plano Real.

8.3 A Liberalização dos Fluxos de Capitais

A liberalização dos fluxos de capitais como requisito necessário para a inserção na globalização financeira entra na agenda dos países latino-americanos na década de 90, por causa do retorno rápido e impressionante dos capitais privados externos e às pressões multilaterais para a abertura financeira desses

---

238 Essa visão passa a ser também denominada "doutrina Lawson", por ser a posição defendida publicamente pelo ministro das Finanças do governo Thatcher, Nigel Lawson, entre 1987-88. Lawson minimiza o problema dos crescentes déficits em conta corrente associados à valorização da libra esterlina, afirmando que não devem se constituir em motivo de preocupação por serem voluntariamente financiados por entradas de capitais privados, estando as contas fiscais equilibradas. As equipes econômicas de Salinas de Gortari, no México, e Cardoso, no Brasil, sabidamente utilizam argumentos retirados da "doutrina Lawson" para justificar sua relativa despreocupação com os déficits externos crescentes e a valorização das taxas de câmbio.

países, particularmente após os resultados decepcionantes atingidos na Rodada Uruguai.[239]

Potencialmente, a entrada de capitais externos remove a restrição externa dominante e facilita a implementação dos programas de estabilização e da retomada do crescimento na América Latina.[240] Porém, desde o início, o *mainstream* internacional destaca que os requisitos macroeconômicos para evitar possíveis efeitos instabilizadores desse surto de capitais externos são extremamente difíceis de serem alcançados. Nessa conjuntura, surgem dois estudos sobre a liberalização da conta capital dos países em desenvolvimento mais avançados preparados por duas instituições multilaterais - o FMI (Schadler *et al.*, 1993) e a OCDE (Fischer e Reisen, 1993).[241] Ambos estudos destacam que a visão convencional para conter esses efeitos é exercer uma maior disciplina fiscal, aceitar alguma valorização nominal da taxa de câmbio (que tem o efeito colateral favorável de reduzir as pressões inflacionárias), evitar a esterilização (que somente mantém as taxas de juros internas mais altas e acelera as entradas) e não estabelecer controles de capitais (que são pouco eficazes ou distorcem a alocação dos recursos). Os estudos comprovam que as reformas estruturais desejadas pelas instituições multilaterais, como a liberalização comercial, a reforma financeira e a liberalização das saídas de capital, são apenas parcialmente adotadas como medidas compensatórias à entrada de capitais pelos países em desenvolvimento.

Na prática, ambos estudos concordam que a dependência excessiva de um ajuste fiscal compensatório pode se tornar intolerável ou os instrumentos fiscais não se encontram sempre disponíveis.[242] Sem uma adequada disciplina

---

239 Quanto à entrada de capitais na América Latina, 1993 torna-se um ano decisivo na formação das expectativas das autoridades econômicas regionais. Neste ano, os fluxos líquidos de capitais para a região atingem US$ 57,7 bilhões, representando 29% das exportações e 4% do PIB regional (Fernández-Arias e Montiel, 1996). Quanto às negociações sobre a liberalização do setor financeiro na Rodada Uruguai, esbarram na incompatibilidade do princípio de "Nação Mais Favorecida" do GATT com as demandas de reciprocidade dos EUA e dos demais países avançados.

240 Note-se que, pelos menos até 1991, há um consenso no mercado de que pelo menos 2/3 dos influxos externos na região correspondem à repatriação de capitais. Vale dizer, o retorno dos capitais internacionais privados à América Latina é liderado pelos nacionais.

241 Schadler *et al.* (1993) examinam a experiência macroeconômica com a entrada de capitais externos de cinco países em desenvolvimento (Chile, Colômbia, Egito, México e Tailândia), além da Espanha, entre 1987 e 1991. As entradas de capitais nestes países registram um pico que oscila entre 4% e 12% do PIB. Fischer e Reisen (1993) contrastam a fracassada experiência macroeconômica com a liberalização da conta capital do Cone Sul, na década de 70, com a julgada bem-sucedida experiência do Sudeste asiático (Coréia do Sul, Indonésia, Malásia, Cingapura, Tailândia e Taiwan) na década de 80.

242 Segundo Schadler *et al.* (1993), a Tailândia é o único país que consegue evitar a sobrevalorização da taxa de câmbio (até 1992), graças a um ajuste fiscal compensatório de nove pontos percentuais do PIB, considerado improvável em países com situação inicial mais adversa, como é o caso notório dos latino-americanos. Segundo Fischer e Reisen (1993), as autoridades monetárias da Indonésia, Malásia e Cingapura utilizam a poupança do setor

fiscal, os países em desenvolvimento acabam por recorrer excessivamente às demais medidas, permitindo o acúmulo dos efeitos negativos da valorização das taxas de câmbio, das taxas de juros internas muito elevadas, dos déficits crescentes em conta corrente, da perda do controle da liquidez interna, dos *booms* de consumo e da maior vulnerabilidade à reversão dos fluxos de capitais externos. Para não sacrificar a liberalização financeira, ambos estudos, refletindo os interesses predominantes nas instituições multilaterais, advogam uma maior urgência nas reformas estruturais pelos países em desenvolvimento, especialmente nas reformas dos sistemas financeiros domésticos, como a resposta mais adequada aos surtos de capitais externos privados na década de 90. Uma importante diferença deve ser enfatizada: ao passo que Fischer e Reisen (1993) defendem a permanência dos controles sobre os fluxos de capital de curto prazo até que as reformas dos sistemas financeiros sejam completadas, Schadler *et al.* (1993) são céptícos quanto à sua eficácia no período de transição.

Os técnicos do FMI enfatizam que os efeitos negativos das entradas de capital estão sempre associados aos casos em que a atração dos capitais não se deve essencialmente às reformas estruturais, que elevam a produtividade da economia, reduzem os déficits fiscais e permitem depreciações reais da taxa de câmbio. Portanto, nos países que avançam nas reformas, os efeitos colaterais das entradas de capitais (particularmente o aumento do déficit em conta corrente e a valorização da taxa de câmbio) são vistos como estabilizadores e sustentáveis, refletindo as maiores oportunidades para o investimento privado proporcionadas por uma redução "estrutural" dos custos internos. As preocupações maiores estão confinadas aos casos em que as entradas de capital se devem à elevação das taxas de juros domésticas, aumentando o diferencial de juros em relação às internacionais, ou aos choques externos favoráveis.[243]

Sem dúvida, essas preocupações se justificam pela nova composição dos fluxos de entrada, em que não estão presentes significativamente os empréstimos bancários tradicionais, mas predominam instrumentos "securitizados" (Schadler *et al.*, 1993): 1) dirigem-se preferencialmente para o setor privado; 2) as parcelas de capitais de curto, médio e longo prazos são aproximadamente semelhantes; 3) o IDE comparece com uma parcela de 15% a 20% do total; 4) os investimentos de carteira, os mais voláteis, são importantes em alguns países (México e Espanha, por exemplo).

---

público (Previdência Social, bancos e empresas estatais) para esterilizar de forma heterodoxa as entradas de capitais, opção também não disponível, pela inexistência dessa poupança, nos países latino-americanos.

243 Os técnicos do FMI admitem a presença de *bandwagon effects* nos fluxos recentes de capitais para os países em desenvolvimento, justificando controles aos movimentos de capitais, mas acabam por descartá-los por julgá-los ineficazes.

Os técnicos do FMI destacam que em quase todos os países analisados, particularmente nos países latino-americanos, um aperto nas condições do crédito doméstico, devido à inflação relativamente alta, encontra-se na origem dos surtos de capitais externos. Nestes países, a combinação de uma âncora nominal cambial com um diferencial favorável nas taxas de juros reais internas atrai capitais de curto prazo, que procuram aplicações relativamente líquidas, sendo extremamente sensíveis a qualquer mudança na credibilidade da regra cambial.

Os efeitos favoráveis das mudanças na conjuntura financeira internacional (que podem ser caracterizados como um choque externo) na explicação dos fluxos de capitais privados para a América Latina são apontados por Calvo, Leiderman e Reinhart (1993). A substancial queda das taxas de juros internacionais entre 1989-92 reduz drasticamente o serviço das dívidas externas regionais, melhorando os indicadores de solvência de vários países. Neste ambiente, as renegociações das dívidas externas regionais sob o Plano Brady são facilitadas, outro fator que melhora esses indicadores. A recessão na Tríade e a crise em vários mercados associados a altos rendimentos nos países desenvolvidos desde o final da década anterior (imobiliário, *junk bonds*, bolsas de valores) diminuem drasticamente as oportunidades de investimento nestes países, especialmente aquelas de maior risco e rentabilidade. A melhoria conjuntural do balanço de pagamentos dos EUA, exigindo um menor financiamento externo, e as mudanças regulatórias nos mercados de capitais desse país, facilitando as condições de acesso de empresas dos países latino-americanos, também desempenham um papel de destaque na nova conjuntura financeira internacional.

Schadler *et al.* (1993) contestam a suposta dominância dos fatores "externos" nas entradas de capitais, preferindo explicá-las pelos fundamentos econômicos: reformas estruturais e políticas macroeconômicas restritivas.[244] Ainda assim, sublinham a importância dos acordos regionais ou do dinamismo do comércio regional na explicação dos fluxos de capitais para México (NAFTA), Espanha (UE) e Sudeste Asiático.

Ambos os estudos sublinham as limitações das demais respostas de política econômica aos surtos de entrada de capitais. Paradoxalmente, as esterilizações (a compra e venda de títulos públicos em operações de mercado aberto para compensar os movimentos de divisas no Banco Central), a primeira linha de defesa das autoridades monetárias, inicialmente costumam atrair um volume ainda maior de entradas e aumentar a pressão pela valorização da taxa de câmbio real, dada a elevação do diferencial favorável às taxas de juros internas. As tentativas agressivas de esterilização costumam ter vida curta pelos custos

---

[244] A hipótese de que os fatores "externos" são mais importantes se enfraquece ante a constatação de que a repatriação de capitais é amplamente majoritária nos influxos iniciais.

fiscais (ou parafiscais se contabilizados pelo Banco Central). Os governos arcam com a diferença entre as taxas de juros domésticas pagas aos portadores de títulos públicos e os rendimentos recebidos pela aplicação das reservas internacionais.[245] Além disso, as esterilizações justamente privam o país de um dos principais benefícios das entradas de capitais: a redução do diferencial das taxas de juros.

A manutenção de um regime cambial com taxas fixas ou praticamente fixas é o passaporte para a entrada na globalização financeira para os países em desenvolvimento. Independente do nível da taxa de câmbio real anterior às entradas de capitais, o aumento da demanda interna que costuma seguí-las tende a valorizar a taxa de câmbio real, geralmente por meio de uma maior inflação dos bens não comerciáveis (Schadler *et al.*, 1993 e Calvo, Leiderman e Reinhart, 1993). O aumento da demanda interna conjugado com a valorização real da taxa de câmbio costuma resultar numa rápida deterioração dos resultados da conta corrente. Particularmente, a valorização real da taxa de câmbio pode tanto desestimular as exportações, criando problemas dinâmicos que podem afetar o risco soberano (*country risk*) imputado aos empréstimos ao país num futuro não distante (uma externalidade negativa, portanto), quanto colocar em questão a própria credibilidade da política cambial, justamente um dos fatores determinantes da atração dos fluxos externos. Pode-se facilmente entrar num círculo vicioso em que a defesa do regime cambial exige a manutenção de maiores reservas internacionais pelo Banco Central, uma obrigação com custos elevados e algumas vezes impossível de satisfazer (Calvo, Leiderman e Reinhart, 1993). A passagem para um regime cambial com bandas mais largas ou mesmo a adoção de taxas de câmbio flutuantes em resposta a um surto de entrada de capitais pode não desestimulá-los, provocando a valorização nominal da taxa de câmbio e agravando o déficit externo. Por outro lado, esses autores recomendam a adoção de taxas de câmbio flutuantes aos países latino-americanos, em resposta às fortes e instáveis entradas de capitais, parecendo ignorar toda a evidência contra a sua adoção coletada pelo *mainstream* nos últimos 25 anos, examinada brevemente na Parte I.

Esses dilemas obrigam, na prática, as autoridades econômicas a adotar controles às entradas de capitais, particularmente quando na composição desses fluxos predominam capitais de curto prazo especulativos, atraídos pelos diferenciais nas taxas de juros ou pela valorização de ativos locais como ações ou imóveis. O Chile e a Colômbia, por exemplo, estabelecem impostos e outras medidas que encarecem os créditos externos em 1991-92. O México limita o montante dos passivos externos dos seus bancos em 1992. Outra resposta desses países é eliminar algumas restrições às saídas de capitais, num esforço

---

[245] Segundo Schadler *et al.* (1993), nos caso do Chile, Colômbia e Espanha essa diferença chega a ultrapassar dez pontos percentuais. Note-se que no caso do Brasil há um agravante adicional: os custos fiscais são potencializados pela contaminação do estoque da dívida pública com taxas de juros mais elevadas.

de incrementar os ativos nacionais denominados em moedas internacionais. Calvo, Leiderman e Reinhart (1993) e Fischer e Reisen (1993) alertam que a experiência anterior do Cone Sul indica a possibilidade de constituição de "bolhas especulativas" na intermediação dos recursos externos pelos bancos nacionais, que podem acarretar uma crise bancária de grandes proporções, justificando controles e normas prudenciais severas sobre a intermediação bancária. Schadler *et al.* (1993) confirmam que os países latino-americanos registram um *boom* nas bolsas de valores associado às entradas de capitais. Apesar de não encorajarem os controles, esses autores recomendam aumentar a supervisão bancária e reformar as normas prudenciais para reduzir os riscos de uma crise bancária associados à reversão dos fluxos, uma recomendação também feita enfaticamente por Fischer e Reisen (1993).

Dessa literatura emerge a conclusão que a liberalização financeira pode ter efeitos benéficos, mas também envolve riscos substanciais. Fischer e Reisen (1993) corretamente identificam que as preferências das autoridades econômicas determinam a prioridade da abertura financeira nas estabilizações com reformas estruturais. Os partidários de uma abertura gradual e mais tardia preocupam-se com os possíveis efeitos do *overshooting* da taxa de câmbio real sobre as exportações e a estrutura industrial. Os partidários de uma abertura imediata sublinham a redução dos custos do ajustamento obtida com a entrada dos capitais externos, isto é, os fatores positivos destacados na "economia política" da estabilização.[246]

Entre os neo-estrutralistas da PUC-RJ, Bacha (1993b e 1993c) realiza o exame das conseqüências macroeconômicas do surto de entrada de capitais na América Latina na década de 90. A primeira questão que preocupa o autor é a sustentabilidade dos fluxos externos. Bacha (1993b), num relatório para o G-24, reconhece a fragilidade das condições de acesso aos mercados financeiros internacionais e a elevada possibilidade de geração de "bolhas especulativas" como resultado do surto de capitais de curto prazo nos países em desenvolvimento. Lista uma série de precondições que devem ser cumpridas para garantir a sustentabilidade desses fluxos e incorporar no seu circuito os países em desenvolvimento de baixa renda, envolvendo o processo multilateral de tomada de decisões, as políticas econômicas dos países desenvolvidos, as políticas das instituições multilaterais e as reformas financeiras domésticas. Nenhuma dessas precondições é satisfeita em 1993-94, exceto o aprofundamento das reformas financeiras domésticas em alguns desses países, em boa parte devido às pressões internacionais.

---

[246] Fischer e Reisen (1993) alertam que a Nova Zelândia, um país-modelo das reformas neoliberais e que opta pela abertura financeira antes da estabilização e das reformas estruturais, em meados da década de 80, apresenta uma pronunciada valorização da taxa de câmbio real e um desempenho decepcionante em termos de exportações, crescimento econômico e geração de empregos. Em compensação, torna-se o país da OCDE com a menor taxa de inflação em 1991 (a média histórica anterior duplicava a da OCDE).

Bacha (1993c), num relatório para a CEPAL e o BID, explora as conseqüências do surto de capitais externos para a gestão macroeconômica dos países latino-americanos. Para a região, os fluxos de capitais externos parecem obedecer a uma composição bem mais desfavorável em termos de volatilidade, repartindo-se igualmente (cerca de 1/3 cada) em três destinos: bolsas de valores, investimentos de carteira e IDE. Este último componente deve-se principalmente aos ambiciosos programas de privatizações em andamento na região. Novamente, é reconhecida a fragilidade das condições de acesso desses países aos mercados financeiros internacionais e a relativamente alta probabilidade de reversão dos influxos que governam a sua nova inserção na globalização financeira.

Como controlar os fluxos de curto prazo sem desestimular os fluxos de longo prazo? Bacha (1993c) parte da constatação de que a entrada de capitais de curto prazo parece ser a única porta aberta para a entrada dos países latino-americanos na globalização financeira. Neste sentido, a entrada desses capitais pode ser necessária para aumentar a confiança dos capitais de longo prazo no país em questão. Cita também alguns efeitos favoráveis destas entradas: permitem a recuperação das bolsas de valores locais, uma maior concorrência nos mercados financeiros domésticos e, especialmente, uma maior margem de manobra para manter uma âncora cambial no curto prazo, necessária para atingir o controle da inflação e perseguir as "reformas estruturais". No entanto, reconhece que os perigos de uma sobrevalorização e do excessivo custo fiscal das esterilizações permanecem como questões relevantes a serem enfrentadas. Bacha (1993c) inclina-se por estabelecer controles não-quantitativos às entradas de capitais, por meio da elevação dos seus custos de permanência (estabelecendo reservas compulsórias muito elevadas para o *hot money*). Os controles podem ser aliviados quando uma regulação prudencial mais adequada e uma situação macroeconômica menos instável permitam.

Com uma inversão radical da escassez crônica para a abundância de divisas, as definições sobre os novos rumos da inserção financeira internacional do Brasil e do papel do regime cambial nesta inserção têm em 1993 um ano decisivo. Três dificuldades crônicas parecem estar superadas (Banco Central do Brasil, 1993): as dificuldades de balanço de pagamentos;[247] a baixa participação do mercado na fixação da taxa de câmbio pela crescente

[247] A superação das dificuldades crônicas no balanço de pagamentos em 1993 deve ser entendida tanto num sentido mais estrito (os bons resultados da balança comercial e a entrada de capitais permitem elevar as reservas internacionais para US$ 25,8 bilhões no conceito caixa no final deste ano) quanto num mais amplo, representado pela crescente liberalização comercial e a conclusão do acordo da dívida externa.

liberalização das operações cambiais;[248] e a reduzida inserção da economia brasileira na globalização financeira.[249]

Nesse novo ambiente, a taxa de câmbio continua sujeita a minidesvalorizações diárias, mas a aceleração da inflação (que mais do que duplica em 1993 em relação a 1992) traz um conhecido efeito colateral: a valorização da taxa de câmbio real.[250] A posição oficial é que essa valorização não deve resultar em contração das exportações, devido às novas estratégias empresariais de ajuste competitivo (Banco Central do Brasil, 1994).

Em 1993, numa conjuntura interna tornada adversa pela aceleração da inflação, com baixa credibilidade governamental e com o crescimento da candidatura presidencial de um adversário das reformas estruturais nas eleições presidenciais de 1994, é nomeado um novo ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso, um dos mais sofisticados intelectuais latino-americanos, que está convencido que as novas oportunidades, apesar das restrições, oferecidas pela globalização aos países em desenvolvimento promovem sua convergência com os países desenvolvidos: a globalização sinaliza uma era de prosperidade sem igual na história do homem – um novo Renascimento como tenho afirmado. Cardoso (1996)

Cardoso decide integrar o Brasil nos novos padrões de produtividade e competitividade, segundo ele: a única forma de obter o necessário crescimento econômico sustentável numa economia globalizada. Cardoso (1996)

Cardoso tem plena consciência dos condicionantes:

> Também intimamente ligada à questão da globalização é a limitação que se impõe à capacidade dos Estados de escolher estratégias diferenciadas de desenvolvimento, de adotar políticas macroeconômicas heterodoxas, ou ainda, de sustentar fórmulas rígidas nas relações entre o capital-trabalho. Os mercados de capital passaram a agir como verdadeiros vigilantes das gestões nacionais: qualquer medida, por mais correta do ponto de vista interno, que possa sinalizar um passo em falso ou contrariar o interesse dos investidores externos tem como conseqüência a revoada dos capitais de curto prazo, com sérios efeitos para a saúde do sistema financeiro de determinado país. Cardoso (1996)

---

248 A liberalização cambial avança graças à inovação institucional representada pela criação do mercado de taxa de câmbio flutuantes em dezembro de 1988, que incorpora gradualmente operações antes feitas no "paralelo". A decisão-chave tomada é unificar o mercado de câmbio.

249 Na nova inserção na globalização financeira, a regra do jogo básica é a alta mobilidade dos recursos investidos no país (a livre entrada e saída dos capitais internacionais). No biênio 1992-93, o movimento financeiro das contas cambiais reflete esta nova realidade, resultado das diversas medidas de liberalização financeira, que facilitam essa mobilidade, adotadas desde a decisão-chave de unificar o mercado de câmbio.

250 No final de 1993, calculada contra uma cesta de moedas (a taxa de câmbio efetiva real), a apreciação do cruzeiro encontra-se próxima de 20%, quando comparada à cotação de dezembro de 1991.

Coerente com seu diagnóstico, que não tem maiores discrepâncias com o do CW, constitui sua equipe econômica em torno de economistas da PUC-RJ e decide lançar um novo plano de estabilização - conhecido como Plano Real. Predomina neste grupo o enfoque em que o balanço de pagamentos é visto como um problema essencialmente fiscal. Nesta interpretação, o balanço de pagamentos é determinado em última instância pela poupança pública (T – G), uma vez que a poupança e investimento privados são supostos corresponderem a decisões "racionais" e "otimizadoras". Como mostra-se no final da Parte I, nos países submetidos a um regime intermediário para os movimentos de capitais, sem uma integração financeira plena, o rápido crescimento do estoque de dívida externa pode fazer surgir com maior rapidez a questão da sustentabilidade, em especial se os déficits em conta corrente não correspondem a novos investimentos geradores ou poupadores de divisas. Nesses casos, a restrição de liquidez (elevam-se as taxas de juros dos empréstimos internacionais) tende a agir muito antes da restrição de solvência, forçando a reversão da tendência ao aumento do déficit em conta corrente.

Nas experiências de estabilização com abertura financeira dos países em desenvolvimento, esse enfoque leva ao empobrecimento e ao rebaixamento da questão da restrição externa, ignorando as questões de competitividade, importantes até para uma parcela do *mainstream*, conforme a Parte I. Na verdade, esse enfoque é parte da adoção de um enfoque fundamentalista, mais visível com o lançamento do Plano Real, em que a suposição crucial é que o anúncio de uma regra cambial, sinalizando um forte compromisso com regimes monetário e fiscal estabilizadores, torna-se suficiente para "disciplinar" os salários e os preços de forma compatível com uma meta de inflação baixa, por meio da influência sobre a formação das expectativas privadas da inflação futura. A questão da competitividade internacional é substituída pela expectativa de "ganhos de produtividade", a serem obtidos pela elevação da concorrência no mercado interno, no âmbito de uma estratégia de intensiva em investimentos externos diretos que exige a desregulação e a abertura da economia. Neste ambiente de concorrência acirrada, as principais decisões estratégicas de localização industrial devem ser confiadas às TNCs.

Pode-se afirmar que, com o Plano Real, adota-se na sua plenitude o fundamentalismo como o substrato da política econômica oficial do Brasil. A evolução da taxa de câmbio real e da competitividade (expressa no resultado da conta corrente), desde seus primórdios, torna evidente que, cedo ou tarde, a nova característica estrutural do sistema financeiro internacional, a mobilidade do capital, recolocará, no debate econômico brasileiro, a questão essencial na discussão sobre políticas macroeconômicas de economias abertas: como é regulada a liquidez sistêmica e quais são as modalidades de ajustamento dos diferentes países às restrições de liquidez internacional?

CONCLUSÕES

Nestas conclusões pretende-se apenas apresentar breves considerações finais sobre o próprio objeto desta tese: políticas macroeconômicas, restrição externa e reformas estruturais.

Nas duas últimas décadas, as políticas macroeconômicas, sob a égide do fundamentalismo econômico (o individualismo metodológico) que se torna hegemônico no *mainstream*, revelam uma clara preferência das autoridades econômicas por manter o controle da inflação e consolidar as finanças públicas, afastando-se da gestão da demanda agregada no curto prazo e concentrando-se em metas monetárias ou de inflação de médio prazo. Segundo os ensinamentos do *mainstream*, as políticas de gestão da demanda agregada são eficazes apenas quando são imprevistas, inesperadas pelos agentes. Como as políticas inesperadas reduzem o bem-estar de agentes otimizadores e racionais, as políticas de estabilização devem se limitar ao esperado, evitando os efeitos-surpresa que podem causar maior instabilidade. O consenso, cada vez mais forte, é que manter a inflação baixa, por si só, se constitui na principal política macroeconômica para promover a eficiência e o crescimento econômico. Um melhor desempenho econômico – particularmente na questão do emprego - passa a depender da manutenção de um ambiente econômico estável, propício à acumulação de capital, e das reformas estruturais, estas últimas destinadas a aumentar a concorrência e a flexibilidade das economias capitalistas. Na visão do Mercado, choques de oferta adversos, que exigem políticas macroeconômicas restritivas, só devem ser contrapostos por choques de oferta positivos. No longo prazo, a força dos mercados libertos promove uma maior eficiência na alocação dos recursos, prometendo uma longa fase de crescimento e prosperidade sem igual.

A força ideológica da visão do Mercado não consegue se traduzir em realidade. A insuspeita OCDE afirma que, exceto no tocante à redução da inflação, o desempenho macroeconômico piora substancialmente justamente nas variáveis-chave do paradigma fundamentalista nesse seleto grupo de países desenvolvidos desde 1973 (Richardson, 1997): o crescimento da produtividade desacelera (o "paradoxo da produtividade"); o desemprego cresce drasticamente em muitos países, particularmente na Europa, tornando-se "estrutural"; não há consolidações fiscais permanentes; e as taxas de poupança nacionais desabam. O resultado geral é bem conhecido: menores taxas de crescimento econômico *per capita* nos últimos 35 anos e aumento das desigualdades sociais.

Por outro lado, a pretensão dos novos clássicos em oferecer uma grande teoria unificadora em Economia, baseada em sólido programa de pesquisa de fundamentos microeconômicos, ironicamente resvala para o seu oposto: a Economia torna-se uma Babel de múltiplas especialidades, onde se

multiplicam os modelos com diferentes hipóteses sobre informações, procedimentos de coordenação, poder etc., cujos testes econométricos também fornecem uma multiplicidade de resultados para a macroeconomia aplicada, aumentando as incertezas e as indeterminações na Economia, mais do que reduzi-las. A procura de resultados empíricos mais pertinentes e robustos origina programas de pesquisa extremamente especializados, gerando uma enorme perplexidade na apreciação agregada dos resultados. Como as técnicas econométricas não proporcionam forte seletividade entre as hipóteses concorrentes, a teoria macroeconômica produz apenas algumas relações intuitivas simples sobre o comportamento dos agentes econômicos e o ajustamento dos mercados (Boyer, 1997).

Não há sequer concordância generalizada no *mainstream* sobre o que se constitui o núcleo duro da macroeconomia ou quais são as políticas de estabilização desejáveis.[251] Boa parte dos argumentos gira em torno de conceitos como credibilidade, expectativas e futuro que não são diretamente observáveis. Como coloca candidamente Blinder (1997) no simpósio da *AEA*, o núcleo duro da macroeconomia corresponde a um conjunto de crenças (*beliefs*) e não de regularidades empíricas incontestáveis. Isto porque, ao mesmo tempo que afirmam que forças de longo prazo conduzem a economia ao equilíbrio, os novos keynesianos reconhecem que a política monetária e a política cambial têm efeitos reais indiscutíveis, provando a existência de *sticky prices* em vários mercados. Os modelos macroeconômicos de curto prazo sem sólidas bases microeconômicas (como o Mundell-Fleming ampliado) voltam a ser utilizados sem remorsos, modelados com base nas equações empíricas que fornecem os melhores resultados, a critério de cada analista (Solow, 1997; Krugman, 1991 e 1993: Blinder, 1997; Blanchard, 1997).

Nessa diversidade, vários economistas novos keynesianos, utilizando metodologicamente as ferramentas da microeconomia, concordam em que as imperfeições dos mercados e as externalidades definem a estrutura do problema colocado aos macroeconomistas. Neste caso, podem haver intervenções públicas estabilizadoras. Por exemplo, o atual economista-chefe do BM, Joseph Stiglitz insiste em denunciar que os governos omitiram-se na liberalização financeira do Leste Asiático, subestimando a importância de regular os mercados financeiros, omissão que se encontra no centro da grave crise financeira que envolve a região (Stiglitz, 1998).

Na Parte I, ilustra-se a cizânia manifestada na macroeconomia do *mainstream* quando o tema em pauta é a determinação das taxas de câmbio de "equilíbrio": as conclusões dos seus modelos são altamente dependentes das hipóteses feitas acerca do tipo de antecipação e da previsão dos agentes econômicos, do

---

[251] Ver o simpósio *Is There a Core of Practical Macroeconomics That We Should All Believe?* promovido pela *American Economic Association* em 1997. *In: AEA Papers and Proceedings, 1997.*

nível de substituição entre divisas postulado e da tendência ao equilíbrio inerente às relações monetário-financeiras internacionais.

Não há dúvidas que o *appreciative theorising* das interpretações keynesianas, tão presente na visão da Coordenação, joga mais luz nesta questão, ao destacar a historicidade (a globalização financeira e produtiva), a incerteza (que torna as expectativas dependentes do "estado de confiança" dos agentes econômicos) e a hierarquia na ordem internacional na explicação do comportamento errático das taxas de câmbio:

> Do ponto de vista teórico isto significa que os movimentos do câmbio respondem, num contexto de capitalismo em mutação, aos processos de reestruturação dos espaços produtivo e financeiro internacionais, que foram determinados pela globalização das estratégias de concorrência dos grupos internacionais privados. Por outro lado, o desequilíbrio estrutural entre os balanços de pagamentos americano e japonês parece ser insuperável através de ajustes monetários. Se estas duas assertivas são verdadeiras, a hipótese normativa de convergência das taxas de câmbio a seus valores de equilíbrio de longo prazo, dos modelos monetaristas e keynesianos, deve contrapor-se uma "hipótese de realidade", segundo a qual as taxas de câmbio seguem uma trajetória cuja tendência é indeterminável pela teoria econômica convencional. Miranda (1992: 343-344)

> No mundo real, principalmente após o abandono do regime de câmbio fixo e da internacionalização dos mercados financeiros dos países centrais, as oscilações cambiais são a câmara de ressonância das tensões monetário-financeiras que influenciam de forma decisiva a formação de preços dos ativos e das *commodities*. Nele, três grandes ordens de fatores determinam as oscilações das taxas de câmbio: primeiro, as antecipações e expectativas dos agentes econômicos internacionalizados em relação à rentabilidade esperada de suas aplicações – financeiras e/ou reais – num mundo globalizado e de incerteza; segundo, as ações das autoridades monetárias, objetivando determinar o preço das moedas internacionais, principalmente as do FED, do *Bundesbank* e do Banco do Japão; finalmente, o sistema financeiro internacionalizado, que atua como uma gigantesca e complexa câmara de ressonância e, eventualmente, de compensação, cujas reservas plurimonetárias superiores a dos bancos centrais determinam mudanças nos níveis de liquidez sistêmica, que são condicionantes, em primeira instância, dos graus de liberdade das políticas de bancos centrais. Miranda (1992: 355)

Os economistas da visão da Coordenação têm uma explicação alternativa para o pífio desempenho econômico dos países desenvolvidos. O baixo investimento nos últimos 30 anos, especialmente no setor manufatureiro e em outros bens comerciáveis, determinado por uma política macroeconômica conservadora, é o principal responsável pelo insuficiente crescimento e pelo maior desemprego. O baixo investimento reduz a capacidade ociosa, exerce uma pressão negativa sobre os ganhos de produtividade de médio prazo e piora o desempenho do comércio exterior, forçando freqüentes desvalorizações da taxa de câmbio real. A economia parece apresentar uma restrição de poupança, a pressão inflacionária aumenta e uma maior *Nairu* é exigida para manter a inflação sob controle. As restrições do lado da oferta e a restrição de poupança são construídas basicamente por uma gestão conservadora da demanda agregada.

Na Parte III, mostra-se que a visão da Coordenação latino-americana favorece as políticas de demanda centradas na formação de capital fixo para reduzir o prêmio de risco demandado pelo setor produtivo, por meio de políticas públicas que variam de investimentos em infra-estrutura àquelas que elevam o nível de utilização da capacidade produtiva da economia, ao mesmo tempo que estimulam a entrada de novas empresas e reduzem o custo de uso do capital. Essas políticas públicas estimulam simultaneamente a demanda e a oferta na economia, possibilitando ganhos de produtividade e competitividade, tornando-as mais efetivas no longo prazo.

No entanto, é forçoso reconhecer que a superioridade da *appreciative theorising* da visão da Coordenação nem sempre consegue se traduzir em maior eficácia da política macroeconômica, num contexto em que o uso das políticas fiscais é limitado pelo endividamento público acumulado e a política monetária não é independente das convenções prevalecentes nos mercados financeiros. No que se refere a estas convenções, é evidente que a partir do final da década de 70 (quando a inflação era o inimigo principal), uma nova convenção ortodoxa passa a ser adotada pelos economistas, operadores dos mercados e governos e torna-se o credo dominante dos mercados financeiros, num momento em que adquirem o poder estrutural para exigir o seu cumprimento.

Os mercados financeiros adquirem seu renovado poder estrutural (poder de veto às políticas macroeconômicas contrárias aos seus interesses) com a mobilidade dos capitais permitida pela globalização financeira. Como ressaltam vários autores, a ameaça de fuga dos capitais exerce uma poderosa influência sobre as políticas macroeconômicas, conferindo uma menor autonomia às políticas nacionais. O poder do Estado nacional em obrigar os grandes agentes privados a cumprirem certas regras reduz-se, mas as obrigações públicas não cessam de aumentar. Daí, os "ajustes fiscais permanentes" que caracterizam as economias capitalistas contemporâneas.

O papel das convenções na determinação da trajetória de uma economia monetária sublinha a natureza histórico-convencional dos seus determinantes. Nas últimas duas décadas, a nova convenção ortodoxa supõe que as economias capitalistas funcionam com base no modelo derivado de Sargent e Wallace (1975): a política monetária não influi na produção de equilíbrio e qualquer alteração na oferta monetária é respondida pelos agentes com modificações nos preços. No início da década de 80, nos modelos de "reputação" e "credibilidade", que desenvolvem essa idéia básica, postula-se que somente uma regra rígida para a oferta monetária ou um banco central conservador e independente reduz a incerteza dos agentes no mercado financeiro e melhora a eficácia da política monetária. Nesses modelos, a reputação das autoridades monetárias, a credibilidade da política econômica, a independência e autonomia do banco central, e a existência de uma regra e de

uma âncora para a política monetária tornam-se os critérios de avaliação das políticas econômicas pelos mercados financeiros.

Essa nova convenção ortodoxa premia taxas de juros elevadas e o Estado mínimo. Premia também que a maior concorrência e a estabilidade financeira sejam perseguidas por regras conhecidas e instituições independentes de pressões políticas. Neste caso, o Estado só pode influenciar os mercados através do sistema de incentivos que orienta a convenção dominante (ou seja, que sejam convenientes a esta convenção, como as taxas de juros elevadas). Predominam as profecias auto-realizadas e um regime de auto-referência nos mercados financeiros: as convenções dominantes somente são desafiadas quando se revelam persistentemente erradas. À revelia da validade teórica e empírica, esse modelo torna-se "verdadeiro" – impõe-se na realidade - uma vez que seja adotado pelos mercados financeiros, ao menos enquanto a convenção dominante não for substituída por outra. Numa interpretação keynesiana, conclui-se que a eficácia da política monetária depende do modelo econômico adotado pelos agentes para formar suas convenções e, por conseguinte, do comportamento que eles julgam "racional," segundo a convenção adotada; vale dizer, a economia pode ter equilíbrios "convencionais" múltiplos (Bossone, 1996).

As implicações para a eficácia da política monetária de um Estado "racional" frente à força dos mercados financeiros, capazes de impor as suas convenções, não são animadoras para os partidários da visão da Coordenação. Nos países em desenvolvimento, a política monetária é fortemente condicionada por restrições num ambiente internacional caracterizado pela globalização financeira. Resta-lhes, segundo o *mainstream*, construir a reputação e a credibilidade das suas autoridades monetárias, evitando o gradualismo na política monetária, que só é possível quando um grau elevado desses atributos mencionados já foi alcançado. No período de construção de sua reputação, o banco central deve sinalizar exclusivamente para o objetivo de estabilidade dos preços, principalmente em face de choques negativos de oferta. Quanto mais clara for sua sinalização e maior sua reputação (o sucesso anterior), menores os custos sociais deste objetivo estabilizador. Os mercados podem levar algum tempo para "aprender" o significado correto dos sinais, daí a inoportunidade de mudanças súbitas nas políticas, que confundem os mercados e os tornam mais "nervosos", instáveis.

Uma política econômica alternativa necessita, então, do restabelecimento do controle dos Estados sobre os mercados financeiros ou de apoio externo, elementos impossíveis de serem alcançados sem a aprovação e a colaboração do G-7. Conclui-se que num mundo mais interdependente, países que dependem de créditos internacionais, especialmente dos de curto prazo, mais voláteis, estão sujeitos a perdas substanciais no grau de autonomia em suas políticas econômicas.

Essa conclusão traz à baila a restrição externa. Na Parte I, mostra-se que nos países submetidos a um regime intermediário para os movimentos de capitais, sem uma integração financeira plena, o rápido crescimento do estoque de dívida externa pode fazer surgir com maior rapidez a questão da sua sustentabilidade, em especial se os déficits em conta corrente não corresponderem a novos investimentos geradores ou poupadores de divisas. Nestes casos, a restrição de liquidez (elevam-se as taxas de juros dos empréstimos internacionais) tende a agir muito antes da restrição de solvência, forçando a reversão da tendência ao aumento do déficit em conta corrente. Argumenta-se que a conta corrente é um bem público, uma externalidade na obtenção de empréstimos externos, que deve ser objeto de monitoramento e controle pelos governos, como parece ser, efetivamente, a prática de muitos países.

Mesmo para países plenamente integrados na globalização financeira, como a Grã-Bretanha na década de 80, a restrição externa pode surgir antes de atingidos os limites críticos da solvência, na forma de redução da credibilidade, isto é, diminui a credibilidade na manutenção de uma política monetária suficientemente restritiva para evitar uma nova desvalorização. Todos analistas concordam que as expectativas sobre a intensidade da restrição externa influenciam tanto a política econômica quanto o comportamento do setor privado. Vale dizer, a restrição externa pode permanecer apenas latente, "disciplinando" permanentemente a política econômica. A suposta superioridade da liberalização financeira como forma de permitir o acesso a fontes mais baratas de financiamento do desenvolvimento econômico pode ser ilusória: o setor privado produtivo torna-se extremamente cauteloso com relação às conseqüências de um possível descasamento de ativos e passivos multimonetários, notadamente em prazos mais longos, fugindo das imobilizações em capital fixo. Pode-se pagar, neste caso, um preço elevado em termos de crescimento e emprego perdidos no longo prazo.

Na Parte III enfatiza-se que, perante a nova conjuntura financeira internacional da década de 90, essas lições levam a visão da Coordenação a defender medidas preventivas para evitar um novo endividamento externo "excessivo" nos países latino-americanos e o possível retorno da restrição externa dominante. Por exemplo, sugere-se a adoção de proporções críticas inferiores às recomendadas pelo BM para evitar uma elevada probabilidade de crises financeiras (*defaults*). Além disso, destaca-se que uma verdadeira estabilização implica atingir um estado no qual as decisões privadas incorporam as expectativas de uma inflação baixa e previsível no longo prazo e no qual as políticas econômicas podem confirmar estas expectativas nas mais variadas circunstâncias. Uma economia somente pode ser considerada ajustada, do ponto de vista fiscal, quando o padrão de financiamento e de gestão do setor público ganha autonomia suficiente para absorver as flutuações do balanço de

pagamentos sem causar um novo desequilíbrio fiscal; quando a cada novo desequilíbrio temporário do balanço de pagamentos não se faz necessário desvalorizar fortemente a moeda e proceder a um aumento involuntário das dívidas interna e externa, que acabam por exigir um novo ajuste fiscal. Essas considerações ressaltam a necessidade de se monitorar o endividamento externo, particularmente os fluxos de curto prazo, também por um indicador da capacidade fiscal para se enfrentar desequilíbrios de curto prazo no balanço de pagamentos.

Embora haja consenso no *mainstream* de que a determinação da taxa de câmbio depende, no curto prazo, dos fatores financeiros e de que os fatores reais são dominantes no longo prazo, os problemas de competitividade internacional, associados aos últimos e refletidos nos resultados da conta corrente, permanecem os mais intratáveis, desafiando as soluções propostas por esse consenso, especialmente nas situações em que coexistem com uma inflação acima da média dos principais rivais comerciais. O fato é que o conteúdo informante da conta corrente não é sempre transparente e a identificação das causas do desequilíbrio nem sempre é fácil ou incontroversa, como comprovam as sucessivas versões da "Doutrina Lawson" em diversas circunstâncias. Até mesmo alguns economistas do *mainstream* admitem que os desequilíbrios na conta corrente do balanço de pagamentos podem ser sintomas de problemas mais profundos, cujo diagnóstico requer um exame específico dos regimes nacionais de acumulação para propor intervenções públicas que possam contribuir na sua superação. Não é de se surpreender que os problemas de competitividade permaneçam os mais complexos: indiscutivelmente, há uma maior volatilidade e incerteza nos seus determinantes no ambiente internacional contemporâneo, em que convivem simultaneamente uma revolução tecno-produtiva (a Terceira Revolução Industrial), a globalização produtiva e financeira, e uma forte instabilidade das principais taxas de câmbio.

Desafortunadamente, não há consenso entre os economistas sobre como resolver os problemas de falta de competitividade, como se nota nas palavras de um conhecido especialista, comentando recente simpósio sobre o tema no Banco Mundial:

> "Os dois ensaios apresentados nessa seção proporcionam uma vívida amostra do estado fragmentário e insatisfatório da teoria atual sobre as fontes e a natureza da mudança tecnológica e os seus efeitos de longo prazo sobre o crescimento e os diferenciais da produtividade entre empresas, indústrias e nações. Desafortunadamente, sem um maior progresso, praticamente não podemos afirmar ter um conjunto de princípios conceitualmente válido e empiricamente útil determinando a competitividade internacional e as fontes de vantagens comparativas dinâmicas entre os países - certamente um dos tópicos centrais para a profissão de economista". (Katz, 1992: 307)

As visões muito diferenciadas sobre esse tema foram objeto das Partes II e III. Defende-se aqui, coerente com os postulados da visão da Coordenação, que o

conceito de restrição externa, no caso do Brasil e dos países da América Latina em geral, reflita as especificidades das suas inserções externas, sugerindo-se a adoção do conceito de "fragilidade externa" para destacá-la como o principal fator limitante do desenvolvimento econômico. A ênfase da política econômica deve se concentrar na remoção deste impedimento ao crescimento e, principalmente, em evitar o ressurgimento de uma restrição externa dominante, responsável maior pela desordem macroeconômica da década de 80.

"Fragilidade externa", em primeiro lugar, deve refletir os determinantes financeiros da restrição externa. Num mundo mais interdependente, mas fortemente hierarquizado, como o que caracteriza a recente globalização, países que dependem de créditos internacionais, especialmente créditos de curto prazo, estão sujeitos a perdas inesperadas do grau de autonomia em suas políticas em casos de mudança na conjuntura financeira internacional. O ajustamento desses países (*habitats* não-preferenciais dos investidores internacionais) às mudanças nas condições de liquidez internacional costuma se efetuar por intermédio do brusco racionamento de seus créditos nos mercados financeiros internacionais, como a crise do endividamento prova à exaustão. Em segundo lugar, deve refletir as condições nos lados da oferta e da demanda das exportações e das importações, cujos determinantes principais foram apontados pelo ECIB. Pode-se chamar de "competitividade estrutural" o padrão nacional de especialização produtiva e tecnológica, que tem efeitos retroalimentadores determinando o dinamismo de longo prazo da economia brasileira. Em terceiro lugar, deve refletir as questões de "poder estrutural" na atual (des)ordem internacional, vale dizer, a débil posição negociadora do país na geoeconomia global. Notadamente, deve refletir o impacto da globalização nas preferências internas por certos regimes de comércio exterior e de IDE, que por sua vez exercem influência nas negociações internacionais ("as regras do jogo") multilaterais no âmbito da OMC, nas negociações regionais (MERCOSUL) e bilaterais. Essas preferências e negociações têm enorme importância na criação de um entorno mais ou menos favorável à geração de saldos comerciais e devem estar presentes numa avaliação qualitativa da "fragilidade externa".

Mostra-se que a "fragilidade externa" da economia brasileira justifica os controles aos movimentos de capitais - especialmente aos de curto prazo, mas também aos fluxos de IDE -, um constante monitoramento e grande pragmatismo na condução do comércio exterior, políticas específicas de promoção das exportações e cautela na gestão das políticas de estabilização, em particular no que se refere à política cambial, para evitar o retorno a uma restrição externa dominante. Principalmente, demanda políticas estratégicas destinadas a criar vantagens comparativas dinâmicas, no âmbito de um projeto nacional de desenvolvimento, que permitam a redução dessa "fragilidade externa" no médio e longo prazos.

Nas Partes II e III, verifica-se que o dissenso nos determinantes da competitividade internacional, com parte do *mainstream* rejeitando até mesmo a utilidade deste conceito, estende-se naturalmente às reformas estruturais. Mostra-se que uma excessiva ênfase nas reformas estruturais, na decisiva conjuntura de 1992-93, leva alguns economistas da visão da Coordenação no Brasil a juntarem-se inadvertidamente aos economistas do CW no rebaixamento teórico da macroeconomia naquela conjuntura. O sucesso da estabilização e o melhor desempenho da economia brasileira, no médio prazo, passam a ser determinados primordialmente pelo sucesso de reformas radicais implementadas do lado da oferta, cujos efeitos dinâmicos virtuosos (as "sinergias"), assegurando a recuperação das taxas históricas de crescimento, ganham precedência na análise. A importância decisiva do ambiente macroeconômico (a estabilidade com crescimento, mesmo que moderado) na formulação das estratégias microeconômicas no curto e médio prazos passa ao segundo plano.

Não obstante, os economistas brasileiros e latino-americanos partidários da visão da Coordenação geralmente condenam a sugestão dos economistas do CW de implementar reformas abrangentes e irreversíveis como parte de uma terapia de choque para elevar a credibilidade do governo. As experiências do Chile e do México na implementação das reformas demonstram que os custos sociais podem ser muito elevados, medidos em termos de redução do consumo *per capita*, desemprego, queda dos salários reais e cortes nos gastos sociais. Os perdedores dificilmente podem ser compensados, mas o CW destaca que há novos vencedores, gerando apoios políticos às transformações rápidas e profundas. Os economistas críticos do CW sublinham que os novos *vested interests*, em especial aqueles que apoiam a rápida expansão da intermediação financeira, são menosprezados pelos economistas do CW, ocupados no processo de desarticulação dos velhos interesses, não sendo dada atenção aos efeitos dinâmicos da maior concentração da propriedade, das novas situações monopólicas e da especulação financeira associados às reformas.

A maior cautela dos economistas da visão da Coordenação justifica-se pela possibilidade dos efeitos das reformas propostas pelo CW sobre as variáveis essenciais à estabilidade macroeconômica tornarem-se insustentáveis, especialmente a valorização da taxa de câmbio, os desequilíbrios externos e os custos fiscais dos fracassos, que reintroduzem cenários macroeconômicos com recessão e desemprego. Além disso, a "coragem política" para realizá-las quase sempre significa aceitar um maior grau de restrição das liberdades democráticas recém-conquistadas. A constatação dos fracassos das estratégias de modernização latino-americanas no passado e dos poucos casos históricos de "sucesso" nos processos de convergência com os países desenvolvidos neste século deve induzir à sobriedade e ao pragmatismo, evitando o zelo ideológico e procurando sempre uma ampla base de apoio para fortalecer o Estado

democrático, num projeto de desenvolvimento nacional que procura maior eqüidade social.

Na Parte IV, destaca-se a percepção de um cenário favorável à adoção da âncora cambial no debate intelectual do *mainstream* brasileiro no início da década de 90. Na nova conjuntura financeira internacional, a entrada dos capitais de curto prazo passa a ser vista como um antídoto contra a instabilidade e a estagnação, propiciando uma elevação da confiança dos capitais de longo prazo no Brasil. Um extenso debate no *mainstream* internacional, documentado nas Partes I e IV, comprova que a âncora cambial reduz a flexibilidade da economia e encurta as opções no médio prazo. A existência de fortes restrições nos instrumentos tradicionais de política econômica desloca toda a ênfase para as reformas estruturais, sujeitas às críticas apresentas acima. Na Parte I, a experiência dos países desenvolvidos demonstra que uma estratégia de desinflação competitiva requer moeda forte e liderança tecnológica para alcançar algum sucesso. Apesar de todas essas ressalvas, o fundamentalismo econômico provoca uma proposital valorização da taxa de câmbio no lançamento do Plano Real... *De te, fabula narratur!*

BIBLIOGRAFIA

ABREU, Marcelo (1992). "Trade Policies in a Heavily Indebted Economy: Brazil, 1979-90". *Texto para Discussão*, 279. Rio de Janeiro: Departamento de Economia/PUC-RJ.

ADAMS, Charles & Daniel GROS (1986). "The Consequences of Real Exchange Rate Rules for Inflation: Some Illustrative Examples". *IMF Staff Papers*. 33 (3: 439-76), Washington, DC: IMF.

AGHLEVI, Bijan; Mohsin KHAN & Peter MONTIEL (1991). "Exchange Rate Policy in Developing Countries: Some Analytical Issues". *IMF Occasional Paper*. 78, Washington, DC: IMF.

AGOSÍN, Manuel e Ricardo FFRENCH-DAVIS (1993). "La Liberalización Comercial en América Latina". *Revista de la CEPAL*, 52: 41-62.

AKYÜZ, Yilmaz (1993). "Financial Liberalization: The Key Issues". *UNCTAD Discussion Papers*, 53.

AKYÜZ, Yilmaz e Charles GORE (1994). "The Investment-Profits Nexus in East Asian Industrialization". *UNCTAD Discussion Papers*, 92.

AKYÜZ, Yilmaz e Detlef DOTTE (1991). "Financial Policies in Developing Countries: Issues and Experience". *UNCTAD Discussion Papers*, 40.

ALLSOPP, Christopher (1989). "The Macro-Economic Role of the State". *In*: HELM, Dieter, ed. *The Economic Borders of the State*. Oxford: Oxford University Press.

ALLSOPP, Christopher e K. Alec CHRYSTAL (1989). "Exchange Rate Policy in the 1990s". *Oxford Review of Economic Policy*, 5 (3: 1-23).

ALLSOPP, Christopher; Tim JENKINSON e Terry O'SHAUGHNESSY (1990). "The Assessment: The Balance of Payments and International Economic Integration". *Oxford Review of Economic Policy*, 6 (3: 1-17).

AMADEO, Edward (1993). "Ajuste, Estabilización e Desempeño de la Inversión: Chile, México e Bolivia". *In*: BACHA, Edmar, ed. *Requisitos de Ahorro e Inversion para Restaurar el Crecimiento en América Latina*. Washington, DC e Rio de Janeiro: BID e PUC-RJ.

AMADEO, Edward (1992). "Os Limites da Estabilização". *Jornal do Brasil*, 23 de março.

AMSDEN, Alice (1989). *Asia's Next Giant: South Korea and Late Industrialization*. New York, NY: Oxford University Press.

AMSDEN, Alice e Yoon-Dae EUH (1990). "Republic of Korea's Financial Reform: What Are the Lessons?". *UNCTAD Discussion Paper*, 30.

ANDERSON, Perry (1996). "Balanço do Neoliberalismo". *In*: SADER, Emir e Pablo GENTILI, orgs. *Pós-Neoliberalismo. As Políticas Sociais e o Estado Democrático*. São Paulo: Paz e Terra.

ARELLANO, Jose Pablo (1986). "La Literatura Economica y los Costos de Equilibrar la Balanza de Pagos en America Latina". *In*: CORTÁZAR, René, org. *Politicas Macro-Economicas. Una Perspectiva Latinoamericana*. Santiago do Chile: CIEPLAN.

ARESTIS, Phillips (1996). "Post-Keynesian Economics: Towards Coherence". *Cambridge Journal of Economics*, 20 (1: 111-126).

ARIDA, Pérsio (1996). "Pérsio Arida". *In*: BIDERMAN, Ciro; Luis F. COZAC e José M. REGO, orgs. *Conversas com Economistas Brasileiros*. São Paulo: Editora 34.

ARIDA, Pérsio (1992). *Essays on Brazilian Stabilization Programs*. Cambridge, MA: Ph. D. Thesis, MIT.

ARIDA, Persio (1991). "Comments by Persio Arida". *In:* BRUNO, Michael *et al.*, eds. *Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath*. Cambridge, MA: MIT Press.

ARIDA, Pérsio e André L. RESENDE (1984). "Inertial Inflation and Monetary Reform in Brazil". *Texto para Discussão*, 63, Rio de Janeiro: PUC- RJ.

AUERNHEIMER, Leonardo (1992). *Money, Debt, Inflation and Forward-Looking Markets in Brazil*. Report No. 10286-BR, Washington, DC: World Bank, mimeo.

ARTIS, Michael e Tamim BAYOUMI (1991). "Global Financial Integration and Current Account Imbalances". *In*: ALOGOSKOUFIS, George; Lucas PAPADEMOS e Richard PORTES, eds. *External Constraints on Macroeconomic Policy: The European Experience*. Cambridge: Cambridge University Press.

BACHA, Edmar (1994). "O Fisco e a Inflação: Uma Interpretação do Caso Brasileiro". *Revista de Economia Política*, 14 B(1: 5-17).

BACHA, Edmar (1993a). "El Ahorro y la Inversión para la Recuperación del Crecimiento en América Latina: Los Caso de Argentina, Brasil y Colombia". *In*: BACHA, Edmar, ed. *Requisitos de Ahorro e Inversion para Restaurar el Crecimiento en América Latina*. Washington, DC e Rio de Janeiro: BID e PUC-RJ.

BACHA, Edmar (1993b). "Selected International Policy Issues on Private Market Financing for Developing Countries". *Texto para Discussão*, 298, Rio de Janeiro: PUC- RJ.

BACHA, Edmar (1993c). "Latin America´s Reentry into Private Financial Markets: Domestic and International Policy Issues". *Texto para Discussão*, 299, Rio de Janeiro: PUC- RJ.

BACHA, Edmar (1990). "Crise da Dívida, Transferências Externas e Taxa de Crescimento dos Países em Desenvolvimento". *Revista Brasileira de Economia*, 44 (3: 437-456).

BACHA, Edmar (1989). "Um Modelo de Três Hiatos". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 19 (2: 213-232).

BACHA, Edmar (1988). "Moeda, Inércia e Conflito: Reflexões sobre Políticas de Estabilização no Brasil". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 18 (1: 1-16).

BACHA, Edmar e Dionísio CARNEIRO (1992). "Stabilization Programs in Developing Contries: Old Truths and New Elements". *Texto para Discussão*, 290. Rio de Janeiro: Departamento de Economia/PUC-RJ.

BACHA, Edmar e Miguel RODRÍGUEZ MENDONZA, orgs. (1986). *Recessão ou Crescimento: O FMI e o Banco Mundial na América Latina*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.

BAER, Monica (1993). *O Rumo Perdido. A Crise Fiscal e Financeira do Estado Brasileiro*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.

BAER, Mônica; Marcos CINTRA; Eduardo STRACHMAN e Rudinei TONETO Jr. (1995). "Os Desafios à Reorganização de um Padrão Monetário Internacional". *Economia e Sociedade*, 4: 79-126, Campinas, SP: IE/UNICAMP.

BALASSA, Bela (1982). *Development Strategies in Semi-Industrialized Countries*. Oxford: Oxford University Press.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (1994). *Análise do Mercado de Câmbio - 1993*. Brasília: Banco Central do Brasil - DECAM/DIACO.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (1993). *O Regime Cambial Brasileiro*. Brasília: Banco Central do Brasil, Diretoria de Assuntos Internacionais.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (1990). *Brasil - Programa Econômico*, 24-27.

BANCO MUNDIAL (1991). *O Desafio do Desenvolvimento. Relatório sobre o Desenvolvimento Mundial 1991*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas/Banco Mundial.

BARBER, William (1995). "Chile con Chicago: A Review Essay". *Journal of Economic Literature*, 33 (4: 1941-1949).

BARBOSA, Fernando de H. (1994). "Um Novo Regime Monetário-Fiscal no Combate à Inflação". In: VELLOSO, João Paulo, org. *Inflação, Moeda e Desindexação*. São Paulo: Nobel.

BARBOSA, Fernando de H. (1991). "A Cruzada do Presidente Collor". *In*: FARO, Clóvis de, org. *A Economia Pós Plano Collor II*. Rio de Janeiro: LTC.

BARRO, Robert e David GORDON (1983a). "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy". *Journal of Monetary Economics*, 12 (1).

BARRO, Robert e David GORDON (1983b). "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model". *Journal of Political Economy*, 91 (4).

BEAN, Charles (1991). "The External Constraint in the UK". *In*: ALOGOSKOUFIS, George; Lucas PAPADEMOS e Richard PORTES, eds. *External Constraints on Macroeconomic Policy: The European Experience*. Cambridge: Cambridge University Press.

BEGG, David (1989). "Floating Exchange Rates in Theory and Practice". *Oxford Review of Economic Policy*, 5 (3: 24-39).

BELL, Martin e Keith PAVITT (1993). "Accumulating Technological Capability in Developing Countries". *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics, 1992*. Washington, DC: The World Bank.

BELLUZZO, Luiz G. M. (1997). "Dinheiro e as Transfigurações da Riqueza". *In*: TAVARES, Maria da Conceição e José Luiz FIORI, orgs. (1997). *Poder e Dinheiro. Uma Economia Política da Globalização*. Petrópolis, RJ: Vozes.

BELLUZZO, Luiz G. M. (1993). "La Naturaleza de la Moneda y la Gestión Monetaria". *Investigación Económica*, 203: 77-101.

BELLUZZO, Luiz G. M. e Júlio S. ALMEIDA (1992). "A Crise da Dívida e Suas Repercussões sobre a Economia Brasileira". *In*: BELLUZZO, Luiz G. M. e P. N. BATISTA Jr., orgs. *A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional*. São Paulo: Paz e Terra.

BELLUZZO, Luiz G. M. e Júlio S. ALMEIDA (1990). "Crise e Reforma Monetária no Brasil". *São Paulo em Perspectiva*, 4 (1: 63-75).

BERISTAIN, Javier e Ignacio TRIGUEROS (1990). "Mexico". *In*: WIILIAMSON, John, ed. *Latin American Adjustment. How Much Has Happened?* Washington, DC: Institute for International Economics.

BERTHÉLEMY, Jean-Claude e Robert LENSINK (1992). "An Assessment of the Brady Plan Agreements". *OECD Technical Paper*, 67, Paris: OCDE.

BIANCHI, Andrés (1987). "Adjustment in Latin America, 1981-86". *In*: CORBO, Vittorio; Morris GOLDSTEIN e Mohsin KHAN, eds. *Growth-Oriented Adjustment Programs*. Washington, DC: IMF e the World Bank.

BIRD, Graham (1996). "The International Monetary Fund and Developing Countries: A Review of the Evidence and Policy Options". *International Organization*, 50 (3: 477-511).

BIRD, Graham (1990a). "Introduction". *In*: BIRD, Graham, ed. *The International Financial Regime*. Londres: Academic Press.

BIRD, Graham (1990b). "The International Financial Regime and the Developing World". *In*: BIRD, Graham, ed. *The International Financial Regime*. Londres: Academic Press.

BIRDSALL, Nancy e Juan L. LONDOÑO (1997). "Asset Inequality Matters: An Assessment of the World's Bank Approach to Poverty Reduction". *AEA Papers and Proceedings*, 87 (2: 32-37).

BLACKBURN, Keith e CHRISTENSEN, Michael (1989). "Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence". *Journal of Economic Literature*, 27 (1: 1-45).

BLANCHARD, Olivier (1997). "Is There a Core of Usable Macroeconomics?". *AEA Papers and Proceedings*, 87 (2: 244-246).

BLANCHARD, Olivier (1991). "Wage Bargaining and Unemployment Persistence". *Journal of Money, Credit and Banking*. 23 (3:: 277-292).

BLANCHARD, Olivier e Alain MUET (1993). "Competitiveness trough Disinflation: An Assessment of the French Macroeconomic Strategy". *Economic Policy*, 16: 12-56.

BLANCHARD, Olivier e Rudiger DORNBUSCH (1989). "The US Economy in the 1980's and Beyond". *Rivista di Politica Economica*, 89 (4: 109-136).

BLINDER, Alan (1997). Is There a Core of Practical Macroeconomics That We Should All Believe?". *AEA Papers and Proceedings*, 87 (2: 240-243).

BLOMSTROM, Magnus e Patricio MELLER eds. (1991). *Diverging Paths. Comparing a Century of Scandinavian and Latin American Economic Development*. Washington, DC: John Hopkins University Press e BID.

BOND, Stephen e Tim JENKINSON (1997). "The Assessment: Investment Performance and Policy". *Oxford Review of Economic Policy*, 12 (2: 1-29).

BONELLI, Regis; Gustavo FRANCO e Winston FRITSCH (1992). "Macroeconomic Instability and Trade Liberalization in Brazil: Lessons from the 1980's to the 1990's". *Texto para Discussão,* 278, Rio de Janeiro, Departamento de Economia/PUC-RJ.

BORRUS, Michael (1997). "Left for Dead: Asian Production Networks and the Revival of U.S. Electronics Industry". *BRIE Working Paper,* 100, Berkeley, CA: BRIE/University of California at Berkeley.

BORRUS, Michael e John ZYSMAN (1997). "Wintelism and the Changing Terms of Global Competition: Prototype of the Future?". *BRIE Working Paper,* 96B, Berkeley, CA: BRIE/University of California at Berkeley.

BOSSONE, Biagio (1996). "Quale Ruolo per la Politica Monetaria Oggi? Riflessioni Keynesiane. Conclusioni Ortodossi". *Rivista di Politica Economica,* 86 (4: 3-34).

BOTERO, Rodrigo (1990). "Panel Discussion on Latin American Adjustment: The Record and Next Steps". *In:* WIILIAMSON, John, ed. *Latin American Adjustment. How Much Has Happened?* Washington, DC: Institute for International Economics.

BOUGHTON, James (1989). "Policy Assignment Strategies with Somewhat Flexible Exchange Rates". *In:* MILLER, Marcus; Barry EICHENGREEN e Richard PORTES, eds. *Blueprints for Exchange Rate Management.* Nova Iorque: Academic Press.

BOYER, Robert (1997). "En Quoi et Pourquoi les Theories Macro-Economiques Contemporaines sont-Elles Nouvelles?". *CEPREMAP,* 9713.

BOYER, Robert (1996). "The Seven Paradoxes of Capitalism or Is a Theory of Modern Economies Still Possible?". *CEPREMAP,* 9620.

BRAGA, Rubens (1998). "Expanding Developing Countries' Exports in a Global Economy". *Discussion Papers,* 133. Genebra: UNCTAD.

BRESSER PEREIRA, Luiz C. org. (1991). *Populismo Econômico.* São Paulo, SP: Nobel.

BRESSER PEREIRA, Luiz C. (1990). "As Incertezas do Plano Collor". *In:* FARO, Clóvis de, org. *Plano Collor. Avaliações e Perspectivas.* Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos Editora.

BRESSER PEREIRA, Luiz C. e Aldo FERRER (1991). "Dolarização Crônica: Argentina e Brasil". *Revista de Economia Política,* 11 (1: 5-15).

BRESSER PEREIRA, Luiz C. e Yoshiaki NAKANO (1991). "Resíduo Inflacionário Pós-Congelamento e Política Monetária". *In:* FARO, Clóvis de, org. *A Economia Pós Plano Collor II.* Rio de Janeiro: LTC.

BRESSER PEREIRA, Luiz C. e Yoshiaki NAKANO (1984). *Inflação e Recessão.* São Paulo: Brasiliense.

BRUNO, Michael (1991a). "Introduction and Overview". *In:* BRUNO, Michael *et al.*, eds. *Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath.* Cambridge, MA: MIT Press.

BRUNO, Michael *et al.* (1991b). "Panel Discussion: What's New Since Toledo?". *In:* BRUNO, Michael *et al.*, eds. *Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath.* Cambridge, MA: MIT Press.

BRUNO. Michael (1991c). "High Inflation and the Nominal Anchors of an Open Economy". *Essays in International Finance*, 183, Princeton, NJ: Princeton University.

BRUNO, Michael *et al.* eds. (1988). *Inflation Stabilization: The Experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolivia, and Mexico.* Cambridge, MA: MIT Press.

BUIRA, Ariel (1995). "Reflections on the International Monetary System". *Essays in International Finance*, 195, Princeton, NJ: Princeton University.

CALMFORS, Lars e J. DRIFFILL (1988). "Bargaining Structure, Corporatism and Macroeconomic Performance". *Economic Policy*, 6.

CALVO, Guillermo; Leonardo LEIDERMAN e Carmen REINHART (1993). "Capital Inflows and Exchange Rate Appreciation in Latin America". *IMF Staff Papers*, 40 (1:108-151), Washington, DC: IMF.

CALVO, Guillermo & Carlos VÉGH (1992). "Inflation Stabilization and Nominal Anchors". *IMF Paper on Policy Analysis and Assessment*, Washington, DC: IMF.

CAMARGO, José M. & José C. R. CARVALHO (1990). "Estabilização, Recessão e Desemprego". *In:* FARO, Clóvis de, org. *Plano Collor. Avaliações e Perspectivas.* Rio de Janeiro: LTC.

CANUTO, Otaviano (1994a). *Brasil e Coréia do Sul: Os (Des)Caminhos da Industrialização Tardia.* São Paulo: Nobel.

CANUTO, Otaviano (1994b). "Abertura Comercial, Estrutura Produtiva e Crescimento Econômico na América Latina". *Economia e Sociedade*, 3: 43-64.

CARDOSO, Eliana (1991). "From Inertia to Megainflation: Brazil in the 1980s". *In*: BRUNO, Michael *et al.*, eds. *Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath.* Cambridge, MA: MIT Press.

CARDOSO, Eliana e Daniel DANTAS (1990). "Brazil". *In*: WIILIAMSON, John, ed. *Latin American Adjustment. How Much Has Happened?* Washington, DC: Institute for International Economics.

CARDOSO, Fernando Henrique (1996). "FHC Analisa Consequências da Globalização". *Folha de São Paulo*, 21 de fevereiro.

CARDOSO de MELLO, João Manuel (1992). "Panorama da Crise Brasileira". *In*: BELLUZZO, Luiz G. M. e P. N. BATISTA Jr., orgs. *A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional.* São Paulo: Paz e Terra.

CARDOSO DE MELLO, João Manoel e Luiz Gonzaga BELLUZO (1983). "Introdução". *In*: Fórum Gazeta Mercantil. *FMI X Brasil. A Armadilha da Recessão.* São Paulo: Gazeta Mercantil.

CARNEIRO, Dionísio e Rogério WERNECK (1993a). "Brazil". *In*: TAYLOR, Lance, ed. *The Rocky Road to Reform.* Cambridge, MA: MIT Press e UNU/WIDER.

CARNEIRO, Dionísio e Rogério WERNECK (1993b). "Ahorro Público y Ahorro Privado: Requerimientos para la Restauración del Crecimiento en la Economía Brasileña". *In*: BACHA, Edmar, ed. *Requisitos de Ahorro e Inversion para Restaurar el Crecimiento en América Latina.* Washington, DC e Rio de Janeiro: BID e PUC-RJ.

CARNEIRO, Dionísio e Rogério WERNECK (1990). "Dívida Externa, Crescimento Econômico e Ajustamento Fiscal". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 20 (1: 1-20).

CARNEIRO, Ricardo (1993). "Crise, Ajustamento e Estagnação. A Economia Brasileira no Período 1974-89". *Economia e Sociedade*, 2: 145-170.

CARNEIRO, Ricardo e Antônio M. BUAINAIM (1990). *O Retorno da Ortodoxia*. São Paulo: Bienal.

CARVALHO, Carlos E. (1996). *Bloqueio da Liquidez e Estabilização. O Fracasso do Plano Collor*. Tese de Doutoramento. Campinas, SP: IE/UNICAMP.

CARVALHO, Carlos E. (1992). "Liquidez e Choques Antiinflacionários". *In*: BELLUZZO, Luiz Gonzaga e Paulo Nogueira BATISTA Jr., orgs. *A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional*. São Paulo: Paz e Terra.

CARVALHO, Fernando Cardim (1992). "Alta Inflação e Hiperinflação: Uma Visão Pós-Keynesiana". *In*: BELLUZZO, Luiz Gonzaga e Paulo Nogueira BATISTA Jr., orgs. *A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional*. São Paulo: Paz e Terra.

CASTRO, Paulo R. & Márcio RONCI (1990). "A Equação Monetária: O Equívoco Central do Plano Collor". *In:* FARO, Clóvis de, org. *Plano Collor. Avaliações e Perspectivas*. Rio de Janeiro: LTC.

CASTRO, Antonio e Francisco SOUZA (1985). *A Economia Brasileira em Marcha Forçada*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.

CAVALCANTI, Carlos B. (1988). *Transferência de Recursos ao Exterior e Substituição de Dívida Externa por Dívida Interna*. Rio de Janeiro: BNDES.

CEPAL (1997). *Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe*. Santiago do Chile: CEPAL.

CEPAL (1994). *El Regionalismo Abierto en América Latina*. Santiago do Chile: CEPAL.

CEPAL (1990). *Transformación Productiva con Equidad*. Santiago do Chile: CEPAL.

CERVANTES GONZÁLEZ, Jesús (1996). "Cambio Estructural en el Sector Externo de la Economía Mexicana". *Comercio Exterior*, 46 (3: 175-192).

CHENERY, Hollis e T. N. SRINIVASAN (1988). *The Handbook of Development Economics*. Amsterdã: North Holland.

CHESNAIS, François (1996). *A Mundialização do Capital*. São Paulo; Xamã.

CHISARI, Omar; José María FANELLI; Roberto FRENKEL; e Guillermo ROSENWURCEL (1993). "Ahorro Público y Recuperación del Crecimiento en la Argentina". *In*: BACHA, Edmar, ed. *Requisitos de Ahorro e Inversion para Restaurar el Crecimiento en América Latina*. Washington, DC e Rio de Janeiro: BID e PUC-RJ.

CHOURAQUI, Jean-Claude; Robert HAGEMANN e Nicola SARTOR (1990). "Indicators of Fiscal Policy: A Re-Examination". *OECD Working Papers*, 78.

CINTRA, Marco A. M. (1994). "Represión Financiera y Patrón de Financiamento Latinoamericano". *Revista de la Cepal*, 53: 31- 47.

CLINE, William (1990). "Comment". *In*: WIILIAMSON, John, ed. *Latin American Adjustment. How Much Has Happened?* Washington, DC: Institute for International Economics.

COHEN, Daniel (1997). "Growth and External Debt: A New Perspective on the African and Latin American Tragedies". *CEPREMAP*, 9715.

COHEN, Daniel (1992). "The Debt Crisis: A Postmorten". *In*: BLANCHARD, Olivier e Stanley FISCHER, eds. *NBER Macroeconomics Annual, 1992*. Cambridge, MA: MIT Press.

COHEN, Stephen (1994). "Competitiveness: A Reply to Krugman". *BRIE Research Note*. Berkeley, CA: University of Berkeley/BRIE.

COHEN, Stephen (1991). "Geo-Economics: Lessons from America's Mistakes". *BRIE Working Paper*, 40, Berkeley, CA: BRIE/University of Berkeley.

COLLINS, Susan (1988). "Inflation and the European Monetary System". *In*: GIAVAZZI, Francesco; Stefano MICOSSI e Marcus MILLER, eds. *The European Monetary System*. Cambridge: Cambridge University Press, 1988.

COLLINS, Susan e Barry BOSWORTH (1996). " Economic Growth in East Asia: Accumulation and Assimilation". *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 135-203.

COMMISSION OF EUROPEAN COMMUNITIES (1989). *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*. Brussels: Commission of European Communities.

COOPER, Richard (1990). "What Future for the International Monetary System?". *In*: SUZUKI, Y.; J. MIYAKE; e M. OKABE, eds. *The Evolution of the International Monetary System*. Tóquio: University of Tokyo Press.

COOPER, Richard (1987). "A Monetary System for the Future". *The International Monetary System*. Cambridge, MA: MIT Press.

CORBO, Vittorio; Morris GOLDSTEIN e Mohsin KHAN, eds. (1987). *Growth-Oriented Adjustment Programs*. Washington, DC: IMF e World Bank.

CORBO, Vittorio e Andrés SOLIMANO (1991). "Chile's Experience with Stabilization Revisited". *In*: BRUNO, Michael *et al.*, eds. *Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath*. Cambridge, MA: MIT Press.

CORDEN, W. Max (1993). "Exchange Rate Policies for Developing Countries". *Economic Journal*, 103: 198-207.

CÓRDOBA, José (1994). "Mexico". *In*: WILLIAMSON, John, ed. *The Political Economy of Policy Reform*. Washington, DC: Institute for International Economics.

CORNIA, G.: R. JOLLY e F. STEWART (1987). *Adjustment with a Human Face*. Paris: Unicef.

COUDERT, Virginie & Philippine COUR (1996). "Les Politiques de Change des Pays Émergentes d'Asie". *Économie Internationale*, 68: 107-112, Paris: CEPII.

COUR, Philippine: Eric DUBOIS; Selma MAHFOUZ e Jean PISANY-FERRY (1996). "Quel Est le Coût des Adjustements Budgetaires? Les Enseignements de Expériences Récentes". *Économie Internationale*, 68: 7-28, Paris: CEPII.

COUTINHO, Luciano (1992). "A Terceira Revolução Industrial e Tecnológica". *Economía e Sociedade*, 1: 69-88.

COUTINHO, Luciano e FERRAZ João C. (1994). *Estudo da Competitividade da Economia Brasileira*. Campinas: Papirus e Ed. da UNICAMP.

CRUZ, Paulo R. Davidoff (1994). "Notas sobre o Financiamento de Longo Prazo na Economia Brasileira do Após-Guerra". *Economia e Sociedade*, 3: 65-80.

CRUZ, Paulo R. Davidoff (1984). *Dívida Externa e Política Econômica*. São Paulo, SP: Brasiliense.

CRUZ, Sebastião V. (1997). *Estado e Economia em Tempo de Crise*. Campinas e Rio de Janeiro: Ed. da UNICAMP e Relume Dumará.

CUKIERMAN, Alex; Stephen WEBB e Bilin NEYAPTI (1992). "Measuring the Independence of Central Banks and its Effect on Policy Outcomes". *World Bank Economic Review*, 6 (3: 353-398), Washington, DC: World Bank.

CUNHA, André (1997). "O Milagre Asiático: Avanços e Recuos na Explicação Ortodoxa". *Ensaios FEE*, 18 (2: 290-325), Porto Alegre: Fundação de Economia e Estatística.

CURRIE, David e Paul LEVINE (1991). "The Solvency Constraint and Fiscal Policy in an Open Economy". *In*: ALOGOSKOUFIS, George; Lucas PAPADEMOS e Richard PORTES, eds. *External Constraints on Macroeconomic Policy: The European Experience*. Cambridge: Cambridge University Press.

CUSUMANO, Michael (1989). *The Japanese Automobile Industry. Technology and Management at Nissan and Toyota*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

CYSNE, Rubens P. (1991). "Nove Pontos sobre o Plano Collor II". *In*: FARO, Clóvis de, org. *A Economia Pós Plano Collor II*. Rio de Janeiro: LTC .

DAMILL, Mário; José María FANELLI; Roberto FRENKEL e Guillermo ROZENWURCEL (1988). "As Relações Financeiras na Economia Argentina". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 18 (2: 297- 340).

DE PABLO, Juan Carlos (1990). "Argentina". *In*: WIILIAMSON, John, ed. *Latin American Adjustment. How Much Has Happened?* Washington, DC: Institute for International Economics.

DEVLIN, Robert; Ricardo FFRENCH-DAVIS e Stephany GRIFFITH-JONES (1995). "Flujos de Capital y el Desarrollo en los Noventa: Implicaciones para las Políticas Económicas". *Pensamiento Iberoamericano*, 27: 77-114.

DORNBUSCH, Rudiger (1991). "Policies to Move from Stabilization to Growth". *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics, 1990*. Washington, DC: World Bank.

DORNBUSCH, Rudiger (1990). "Panel Discussion on Latin American Adjustment: The Record and Next Steps". *In*: WIILIAMSON, John, ed. *Latin American Adjustment. How Much Has Happened?* Washington, DC: Institute for International Economics.

DORNBUSCH, Rudiger (1987). "Exchange Rate Economics: 1986". *Economic Journal*, 97: 1-18.

DORNBUSCH, Rudiger (1976). "Expectations and Exchange Rate Dynamics". *Journal of Political Economy*, 84: 1161-1176.

DORNBUSCH, Rudiger e Alberto GIOVANNINI (1990). "Monetary Policy in the Open Economy". *In*: FRIEDMAN, Benjamin e Frank HAHN, eds. *Handbook of Monetary Economics*. Amsterdã: North- Holland, volume 2.

DOSI, Giovanni; Christopher FREEMAN & Silvia FABIANI (1994). The Process of Economic Development: Introducing Some Stylized Facts and Theories on Technologies, Firms and Institutions". *Industrial and Corporate Change*, 3 (1: 1-45).

DOW, Sheila (1985). *Macroeconomic Thought. A Methodological Approach*. Oxford: Basil Blackwell.

DOW, Sheila (1986). "Post-Keynesian Monetary Theory for an Open Economy". *Journal of Post Keynesian Economics*, 9 (2: 237-257).

ECONOMIST, The (1999). "Jornada Longe das Estrelas". *Gazeta Mercantil*. Caderno Fim de Semana, 16 e 17 de janeiro.

EDWARDS, Sebastián (1997). "Trade Liberalization Reforms and the World Bank". *American Economic Review Papers and Proceedings*, 87 (2: 43-48).

EDWARDS, Sebastián (1991). "Comments by Sebastián Edwards". *In*: BRUNO, Michael *et al.*, eds. *Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath*. Cambridge, MA: MIT Press.

EICHENGREEN, Barry (1995). "História e Reforma do Sistema Monetário Internacional". *Economia e Sociedade*, 4: 53-78.

EICHENGREEN, Barry; Andrew ROSE e Charles WYPLOSZ (1995). "Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks". *Economic Policy*, 21: 251-312.

EICHENBAUM, Martin (1997). "Some Thoughts on Practical Stabilization Policy". *AEA Papers and Proceedings*, 87 (2 : 236-239).

EMMINGER, Otmar (1979). "The Exchange Rate as an Instrument of Policy". Reimpresso em: JOHNSON, Christopher, ed. *Changing Exchange Rate Systems*. Londres: Lloyds Bank e Pinter, 1990.

EYZAGUIRRE, Nicolás e Mario VALDIVIA (1989). "Restricion Externa y Ajuste. Opciones y Politicas en America Latina".*In*: EYZAGUIRRE, Nicolás e Mario VALDIVIA, eds. *Políticas Macroeconomicas y Brecha Externa: America Latina en los Años Ochenta*. Santiago do Chile: CEPAL.

FAJNZYLBER, Fernando (1994). "La CEPAL y el Neoliberalismo. Entrevista a Fernando Fajnzylber". *Revista de la CEPAL*, 52: 207-210.

FANELLI, José Maria e Roberto FRENKEL (1995). "Estabilidad y Estructura: Interaciones en el Crecimiento Económico". *Revista de la CEPAL*, 56: 25-41.

FANELLI, José Maria e Roberto FRENKEL (1993). "On Gradualism, Shock Treatment and Sequencing". *In*: *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*. New York, NY: United Nations, vol. II.

FANELLI, José Maria e Roberto FRENKEL (1990). "Desequilibrios, Politicas de Estabilizacion e Hiperinflacion en Argentina". *Politicas de Estabilizacion e Hiperinflacion en Argentina*. Buenos Aires: CEDES e Tesis.

FANELLI, José Maria; Roberto FRENKEL e Lance TAYLOR (1992). "The World Development Report 1991: A Critical Assessment". *In*: UNCTAD. *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, New York, NY: United Nations, vol. I.

FANELLI, José Maria; Roberto FRENKEL e Guillermo ROZENWURCEL (1990). "Growth and Structural Reform in Latin America. Where We Stand". *Documento CEDES*, 57, Buenos Aires: CEDES. Reimpresso em: CIEPLAN. *Donde Va la America Latina? Balance de las Reformas Economicas*. Santiago do Chile: CIEPLAN, 1992.

FARO, Clóvis de, org. (1991). *A Economia Pós Plano Collor II*. Rio de Janeiro: LTC.

FARO, Clóvis de, org. (1990). *Plano Collor. Avaliações e Perspectivas*. Rio de Janeiro: LTC.

FEINBERG, Richard (1990)."Comment". *In*: WIILIAMSON, John, ed. *Latin American Adjustment. How Much Has Happened?* Washington, DC: Institute for International Economics.

FERNÁNDEZ-ARIAS, Eduardo & Peter MONTIEL (1996). "The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview". *The World Bank Economic Review*, 10 (1: 51-80), Washington, DC: World Bank.

FIORI, José Luís (1997). "Globalização, Hegemonia e Império". *In*: TAVARES, Maria da Conceição e José Luís FIORI, orgs. *Poder e Dinheiro*. Petrópolis, RJ: Vozes.

FIORI, José Luís (1995). *O Vôo da Coruja. Uma Leitura Não Liberal da Crise do Estado Desenvolvimentista*. Rio de Janeiro: Ed. UERJ.

FISCHER, Bernhard e Helmut REISEN (1993). *Liberalising Capital Flows in Developing Countries: Pitfalls, Prerequisites ans Perpectives*. Paris: OCDE.

FISCHER, Stanley (1997). "Applied Economics in Action: IMF Programs". *AEA Papers and Proceedings*, 87 (2: 23-27).

FISCHER, Stanley (1993). "Seignorage and Official Dollarization". ". *In*: LIVIATAN, Nissan, ed. *Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards*. Washington, DC: World Bank.

FISCHER, Stanley (1990). "Comment". *In*: WIILIAMSON, John, ed. *Latin American Adjustment. How Much Has Happened?* Washington, DC: Institute for International Economics.

FISCHER, Stanley e Jacob FRENKEL (1974). "Economic Growth and Stages of the Balance of Payments: A Theoretical Model". *In*: HORWICH, George e Paul SAMUELSON, eds. *Trade, Stability and Macroeconomics. Essays in Honor of Lloyd Meltzer*. Londres: Academic Press.

FITOUSSI, J-P.; A. B. ATKINSON; O. E. BLANCHARD; J. S. FLEMING; E. MALINVAUD; E. S. PHELPS e R. M. SOLOW (1993). *Competitive Disinflation. The Mark and Budgetary Politics in Europe*. Cambridge: Cambridge University Press.

FRAGA, Armínio (1993). "Inflation and Stabilization in Brazil". *In*: LIVIATAN, Nissan, ed. *Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards*. Washington, DC: World Bank.

FRANCO, Gustavo (1995). "Um Teorema sobre Pactos Sociais no Brasil". *In*: FRANCO, Gustavo (1995). *O Plano Real e Outros Ensaios.* Rio de Janeiro: Francisco Alves.

FRANCO, Gustavo (1993). "Alternativas de Estabilização: Gradualismo, Dolarização e Populismo". *Revista de Economia Política*, 13 (2: 28-45). Reimpresso em: FRANCO, Gustavo (1995). *O Plano Real e Outros Ensaios.* Rio de Janeiro: Francisco Alves.

FRANCO, Gustavo (1991). "Dolarização: Mecanismos, Mágicas e Fundamentos". *Anais da Anpec, 1991.* Reimpresso em: FRANCO, Gustavo (1995). *O Plano Real e Outros Ensaios.* Rio de Janeiro: Francisco Alves.

FRANCO, Gustavo (1990). "Fiscal Reforms and Stabilization: Four Hyperinflation Cases Examined". *Economic Journal*, 100 (399: 176-187).

FRANCO, Gustavo e Edward AMADEO (1991). "Inflação e Preços Relativos no Plano Collor I". *Revista Brasileira de Economia*, 45 (4: 593-610).

FREEMAN, Christopher (1996). "Catching Up and Falling Behind: The Case of Asia and Latin America". *In*: DE LA MOTHE, John e Gilles PAQUET, eds. *Evolutionary Economics and the New International Political Economy.* Londres: Pinter.

FRENKEL, Jacob A. e Mohsin KHAN (1993). "The International Monetary Fund's Adjustment Policies and Economic Development". *In*: DAS, Dilip, ed. *International Finance. Contemporary Issues.* Londres: Routledge.

FRENKEL, Jacob A. e Harry G. JOHNSON, eds. (1976). *The Monetary Approach to the Balance of Payments.* Londres: Allen e Unwin.

FRENKEL, Roberto (1997). "New Prospects for Latin American Development". *In*: CULPEPER, Roy; Albert BERRY e Frances STEWART, eds. *Global Development Fifty Years After Bretton Woods.* New York, NY: St.Martin's e North-South Institute.

FRENKEL, Roberto (1995). "Crecimiento y Politica Industrial". *Oikos*, 8: 29-36.

FRENKEL, Roberto (1992). "Comentarios al Artículo de Patricio Meller". *Pensamiento Iberoamericano*, 22-23, Tomo II: 59-63.

FRENKEL, Roberto e Guillermo ROZENWURCEL (1990). "Restricción Externa y Generación de Recursos para el Crecimiento en la América Latina". *El Trimestre Económico*, 57 (1: 59-88).

FRITSCH, Winston (1992). "Latin America in a Changing Global Environment". *Texto para Discussão*, 256, Rio de Janeiro, Departamento de Economia/PUC-RJ.

FRITSCH, Winston e Gustavo FRANCO (1992). "Import Repression, Productivity Slowdown, and Manufactured Export Dynamism: Brazil, 1975-90". *Texto para Discussão*, 287, Rio de Janeiro, Departamento de Economia/PUC-RJ.

FRITSCH, Winston e Gustavo FRANCO (1991). "Trade Policy Issues in Brazil in the 1990s". *Texto para Discussão*, 268, Rio de Janeiro, Departamento de Economia/PUC-RJ.

FRITSCH, Winston e Gustavo FRANCO (1990). "Política Industrial, Competitividade e Industrialização: Aspectos da Experiência Brasileira Recente". *Planejamento e Políticas Públicas*, 3: 75-100.

FRITSCH, Winston e Gustavo FRANCO (1989). "O Investimento Direto Estrangeiro em uma Nova Estratégia Industrial". *Revista de Economia Política*, 9 (2: 5-25).

FUJII, Gerardo e Eduardo LORÍA (1996). "El Sector Externo y las Restricciones al Crecimiento Económico de México". *Comercio Exterior*, 46 (2: 120-127).

FURTADO, Celso (1992). "O Subdesenvolvimento Revisitado". *Economia e Sociedade*, 1: 5-20.

FURUGUEM, Alberto, Luís P. PESSÔA e Satossi ABE (1996). "Dívida Pública Líquida. Evolução 1982-95 e Perspectivas de Curto Prazo". *Brazil Research*. Rio de Janeiro: Banco de Investimentos Garantia.

GAVIN, Michael; Ricardo HAUSMANN e Ernesto TALVI (1997). "Saving Behavior in Latin America: Overview and Policy Issues". *Inter-American Development Bank Office of the Chief Economist Working Paper*, 346. Washington, DC: BID.

GHOSH, Atish; Ann-Marie GULDE; Jonathan OSTRY e Holger WOLF (1995). "Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?". *IMF Working Paper*, 95/121.

GIAMBIAGI, Fábio e Álvaro ZINI Jr. (1993). "Renegociação da Dívida Interna Mobiliária: Uma Proposta". *Revista de economia Política*, 13 (2: 5-27).

GIAMBIAGI, Fábio e Pedro Vals PEREIRA (1990). "Déficit Público e Inflação: O Caso Brasileiro". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 20 (1: 191-210).

GIAVAZZI, Francesco e Alberto GIOVANNINI (1988). "The Role of Exchange-Rare Regime in Disinflation: Empirical Evidence on the European Monetary System". *In*: Francesco GIAVAZZI, Stefano MICOSSI e Marcus MILLER, eds. *The European Monetary System*. Cambridge: Cambridge University Press.

GONÇALVES, Antonio C. P. (1991). "Mais um Pacote: O Plano Collor II". *In*: FARO, Clóvis de, org. *A Economia Pós Plano Collor II*. Rio de Janeiro: LTC.

GOODHART, Charles (1995). "Dinâmicas Financeiras Privadas e o Desafio às Políticas dos Bancos Centrais". *Economia e Sociedade*, 4: 47-52.

GOODHART, Charles (1994). "Game Theory for Central Bankers: A Report to the Governor of the Bank of England". *Journal of Economic Literature*, 32 (1: 101-114).

GOODHART, Charles (1990). "An Approach to European Currency Unification". Reimpresso em: JOHNSON, Christopher, ed. *Changing Exchange Rate Systems*. Londres: Lloyds Bank e Pinter.

GOODHART, Charles A. E. (1989). *Money, Information and Uncertainty*. Londres: MacMillan.

GOWA, Joanne (1994). *Allies, Adversaries and International Trade*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

GRAMLICH, Edward (1990). "Fiscal Indicators". *OECD Working Papers*, 80, Paris: OECD.

GREENAWAY, David (1993). "Liberalising Foreign Trade Through Rose-Tinted Glasses". *Economic Journal*, 103: 208-222.

GRIFFITH-JONES, Stephany & Barbara STALLINGS (1995). "Nuevas Tendencias Financieras Globales: Implicaciones para el Desarrollo". *Pensamiento Iberoamericano*, 27: 115-149.

GRILLI, Victorio (1989). "Exchange rates and Seignorage". *European Economic Review*, 33: 580-87.

GROUP OF TWENTY-FOUR (1986). *Documents of the G-24 (1972-86)*, Washington, DC: Group of Twenty-Four.

GUARDIA, Eduardo (1992). *Orçamento Público e Política Fiscal: Aspectos Institucionais e a Experiência Recente, 1985-91*. Campinas, SP: Dissertação de Mestrado, IE/UNICAMP.

GUITIÁN, Manuel (1987). "Adjustment and Economic Growth: Their Fundamental Complementarity". *In*: CORBO, Vittorio; Morris GOLDSTEIN e Mohsin KHAN, eds. *Growth-Oriented Adjustment Programs*. Washington, DC: IMF e World Bank.

HALL, Peter (1993). "Policy Paradigms, Social Learning and the State: The Case of Economic Policy-Making in Britain". *Comparative Politics*, 25 (3).

HANKE, Steve & Kurt SCHULER (1993). "Currency Boards for Latin America". *In*: LIVIATAN, Nissan, editor. *Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards*. Washington, DC: World Bank.

HELD, Günter (1994). "Liberalización o Desarrollo Financiero?". *Revista de la CEPAL*, 54: 27-45.

HEYMANN, Daniel (1991). "From Sharp Disinflation to Hyperinflation, Twice: The Argentine Experience, 1985-89". *In*: BRUNO, Michael *et al.*, eds. *Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath*. Cambridge, MA: MIT Press.

HJALMARSSON, Lennart (1991). "The Scandinavian Model of Industry Policy". *In*: BLOMSTROM, Magnus e Patricio MELLER, eds. *Diverging Paths. Comparing a Century of Scandinavian and Latin American Economic Development*. Washington, DC: John Hopkins University Press e BID.

HOOPER, Peter e Jaime MARQUEZ (1995). "Exchange Rates, Prices, and External Adjustment in the U.S. and Japan". *In*: KENEN, Peter, ed. *Understanding Interdependence. The Macroeconomics of the Open Economy*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

IEDI (1992a). *Finanças Industrializantes para a Estabilização e o Desenvolvimento*. São Paulo: IEDI.

IEDI (1992b). *Mudar para Competir. Modernização Competitiva, Democracia e Justiça Social*. São Paulo: IEDI.

IGLESIAS, Enrique (1994). "Economic Reform: A View from Latin America". *In*: WILLIAMSON, John, ed. *The Political Economy of Policy Reform*. Washington, DC: Institute for International Economics.

IGLESIAS, Enrique (1990). "From Policy Consensus to Renewed Economic Growth". *In*: WIILIAMSON, John, ed. *Latin American Adjustment. How Much Has Happened?* Washington, DC: Institute for International Economics.

IMF (1987). "Theoretical Aspects of the Design of Fund-Supported Adjustment Programs". *Occasional Paper*, 55. Washington, DC: IMF.

IMF (1977). *The Monetary Approach to the Balance of Payments*. Washington, DC: IMF.

JACQUET, Pierre (1994). "De la Géopolitique à la Géoéconomie". *RAMSES, 1995*. Paris: IFRI.

JAGUARIBE, Hélio *et al.* (1989). "Para a Superação da Crise". *Revista de Economia Política*, 9 (1: 130-146).

JE, Kim Mahn (1987). "Korea's Adjustment Policies and Their Implications for Other Countries". *In*: CORBO, Vittorio; Morris GOLDSTEIN e Mohsin KHAN, eds. *Growth-Oriented Adjustment Programs*. Washington, DC: IMF e World Bank.

KAHLER, Miles (1996). "Trade and Domestic Differences". *In*: BERGER, Suzanne e Ronald DORE, eds. *National Diversity and Global Capitalism*. Ithaca, NJ: Cornell University Press.

KALDOR, Nicholas (1986). *The Scourge of Monetarism*. New York, NY: Oxford University Press.

KALMANOVITZ, Salomón (1992). "La Apertura Latinoamericana: de la Prevención al Abismo. A Proposito de la Obra de Aníbal Pinto". *Investigación Económica*, 202: 35-48.

KANDIR, Antonio (1989). *A Dinâmica da Inflação*. São Paulo: Nobel.

KATZ, Jorge (1993). "Comment on ´Accumulating Technological Capacity in Developing Countries´, by Bell and Pavitt, and ´Technology Gaps between Industrial and Developing Countries´, by Pack". *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics, 1992*. Washington, DC: World Bank.

KENEN (1991). "What We Have Learned About the International Adjustment Process". *In*: BERGSTEN, C. Fred, ed. *International Adjustment and Financing: The Lessons of 1985-91*. Washington, DC: Institute for International Economics.

KHAN, Mohsin (1990). "The Macroeconomics Effect of IMF-Supported Adjustment Programs: An Empirical Assessment". *IMF Staff Papers*, 32 (2: 195-231).

KIGUEL, Miguel e Nissan LIVIATAN (1992). The Business Cycle Associated with Exchange Rate-Based Stabilizations. *The World Bank Economic Review*. 6 (2: 279-305).

KILLICK, Tony (1990). "The Sound of Cautious Pessimism: Developing-Country Adjustment in the 1980s and 1990s". *In*: BIRD, Graham, ed. *The International Financial Regime*. Londres: Academic Press.

KITAMURA, Kayoko e Tsuneo TANAKA (1997). "Examinig Asia´s Tigers. Nine Economic Challenging Common Structural Problems". *IDE Spot Survey*. Tóquio: Institute of Developing Economies.

KORHONEN, P. (1994). "The Theory of the Flying Geese Pattern of Development and its Interpretations". *Journal of Peace Research*, 31 (1).

KRUEGER, Anne O. (1978). *Liberalization Attempts and Consequences*. Cambridge, MA: Ballinger.

KRUGMAN, Paul (1997a). "Competitividade: Uma Obsessão Perigosa". *Internacionalismo Pop*. Rio de Janeiro: Campus.

KRUGMAN, Paul (1997b). "Provando Meu Argumento". *Internacionalismo Pop*. Rio de Janeiro: Campus.

KRUGMAN, Paul (1997c). "O Que os Estudantes de Economia Precisam Saber sobre o Comércio Internacional". *Internacionalismo Pop*. Rio de Janeiro: Campus.

KRUGMAN, Paul (1997d). "Desafiando o Pensamento Convencional". *Internacionalismo Pop.* Rio de Janeiro: Campus.

KRUGMAN, Paul (1997e). "Mitos e Fatos da Competitividade Norte-Americana". *Internacionalismo Pop.* Rio de Janeiro: Campus.

KRUGMAN, Paul (1993). "What Do We Need to Know About the International Monetary System?". *Essays in International Finance*, 190, Princeton, NJ: Princeton University.

KRUGMAN, Paul (1991). "Has the Adjustment Process Worked?". *In*: BERGSTEN, C. Fred, ed. *International Adjustment and Financing: The Lessons of 1981-85.* Washington, DC: Institute for International Economics.

KRUGMAN, Paul (1989). "The Case for Stabilizing Exchange Rates". *Oxford Review of Economic Policy*, 5 (3: 61-72).

KRUGMAN, Paul (1979). "A Model of Balance-of-Payments Crises". *Journal of Money, Credit and Banking*, 3: 311-325.

KYDLAND, F. e E. PRESCOTT (1977). "Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans". *Journal of Political Economy*, 85 (3).

LAFAY, Jean-Dominique e Jacques LACAILLON (1993). *The Political Dimension of Economic Adjustment.* Paris: OECD.

LAMFALUSSY, Alexandre (1987). "International Financial Integration: Policy Implications". Reimpresso em: JOHNSON, Christopher, ed. *Changing Exchange Rate Systems.* Londres: Lloyds Bank e Pinter, 1990.

LANGONI, Carlos G. (1991). "Os Anos 90 e o Futuro da Economia Brasileira". *In*: FARO, Clóvis de, org. *A Economia Pós Plano Collor II.* Rio de Janeiro: LTC.

LARRAÍN, Sara (1996). "Winning in the Global Economy: Chile's Dark Victory". *The Ecological Economics Bulletin*, 1 (4: 22).

LAWRENCE, Robert (1996). "Não Ceda à Tentação de Gastar". *Foreign Affairs*, julho/agosto.

LEIBFRITZ, Willi; Deborah ROSEVEARE e Paul van den NOORD (1994). "Fiscal Policy, Government Debt and Economic Performance". *Economics Deparrtment Working Papers*, 147, Paris: OCDE.

LEMGRUBER, Antonio C. (1990). "Moeda, Preços e o Futuro". *In:* FARO, Clóvis de, org. *Plano Collor. Avaliações e Perspectivas.* Rio de Janeiro: LTC.

LESSARD, Donald e John WILLIAMSON, eds. (1987). *Capital Flight and Third World Debt.* Washington, DC: Institute for International Economics.

LIMA, Maria Lúcia P. (1996) "Latin America Major Players in the International Financial Markets: Agony and Ecstasy". *Texto para Discussão*, 54, São Paulo: Departamento de Economia, EAESP/FGV.

LIVIATAN, Nissan (1993a). "Summary and Evaluation of Main Topics". *In*: LIVIATAN, Nissan, ed. *Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards.* Washington, DC: World Bank.

LIVIATAN, Nissan (1993b). "Round Table on Stabilization and Currency Boards". *In*: LIVIATAN, Nissan, ed. *Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards.* Washington, DC: World Bank.

LONGO, Carlos A. (1991). "A Questão da Governabilidade". *In*: FARO, Clóvis de, org. *A Economia Pós Plano Collor II.* Rio de Janeiro: LTC.

LOPES, Francisco (1989). *O Desafio da Hiperinflação: Em Busca da Moeda Real.* Rio de Janeiro: Campus.

LOPES, Francisco (1986). *Choque Heterodoxo: Combate à Inflação e Reforma Monetária.* Rio de Janeiro: Campus.

LOPES, Francisco (1984). "Inflação Inercial, Hiperinflação e Desinflação: Notas e Conjecturas". *Revista da ANPEC*, 8: 55-70.

LORIAUX, Michael (1997). "Socialist Monetarism and Financial Liberalization in France". *In*: LORIAUX, Michael *et al. Capital Ungoverned. Liberalizing Finance in Interventionist States.* Ithaca, NJ: Cornell University Press.

LORIAUX, Michael; Meredith WOO-CUMINGS; Kent CALDER; Sylvia MAXFIELD e Sofía PÉREZ (1997). *Capital Ungoverned. Liberalizing Finance in Interventionist States.* Ithaca, NJ: Cornell University Press.

LOUREIRO, Maria Rita (1997). *Os Economistas no Governo.* Rio de Janeiro: Ed. FGV.

LUCAS, Robert (1988). "On the Mechanics of Economic Development". *Journal of Monetary Economics*, 22: 2-42.

LUSTIG, Nora (1993). "From Structuralism to Neostructuralism: The Search for a Heterodox Paradigm". *In*: MELLER, Patricio, ed. *The Latin American Development Debate. Neostructuralism, Neomonetarism, and Adjustment Processes.* Boulder, CO: Westview Press.

MACCARINI, José Pedro (1997). *Crise e Política Econômica nos Estados Unidos: 1977-84.* Tese de Doutoramento. IE/UNICAMP.

MARFAN, Manuel (1990). "Um Modelo Macrofinanciero con Restricion Externa". In: OCAMPO, José Antonio (org.). *Inflacion y Estabilizacion en America Latina.* Bogotá: Tercer Mundo, 1990.

MARRIS, Robin (1987). *Deficits and the Dollar: The World Economy at Risk.* Washington, DC: Institute of International Economics.

MARSTON, Richard (1989). "Pricing to Market in Japanese Manufacturing". *NBER Working Paper*, 2905, Cambridge, MA: NBER.

MARTINS, Luciano (1990). "A Autonomia Política do Governo Collor". *In:* FARO, Clóvis de, org. *Plano Collor. Avaliações e Perspectivas.* Rio de Janeiro: LTC.

MCCALLUM, John e David VINES (1981). "Cambridge and Chicago on the Balance of Payments". *Economic Journal*, 91 (2: 439-453).

MCKINNON, Ronald (1993). "Round Table on Stabilization and Currency Boards". *In*: LIVIATAN, Nissan, ed. *Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards.* Washington, DC: World Bank.

MCKINNON, Ronald (1988). "Monetary and Exchange Rate Policies for International Financial Stability: A Proposal". *Journal of Economic Perspectives*, 2 (1: 83-103).

MEDEIROS, Carlos A. (1997). "Globalização e a Inserção Internacional Diferenciada da Ásia e da América Latina". *In*: TAVARES, Maria da Conceição e José L. FIORI, orgs. *Poder e Dinheiro*. Petrópolis: Vozes.

MELLER, Patrício (1997). "Effects of the Current Global Economic System on LDCs: A Latin American Perspective". *In*: CULPEPER, Roy; Albert BERRY e Frances STEWART, eds. *Global Development Fifty Years After Bretton Woods*. New York, NY: St. Martin's e North-South Institute.

MELLER, Patrício (1993). "IMF and World Bank in Latin American Foreign Debt Problem". *In*: MELLER, Patricio, ed. *The Latin American Development Debate. Neostructuralism, Neomonetarism, and Adjustment Processes*. Boulder, CO: Westview Press.

MELLER, Patrício (1992). "Ajuste y Reformas Económicas en América Latina: Problemas y Experiencias Recentes". *Pensamiento Iberoamericano*, 22-23, Tomo II: 15-58.

MELLER, Patrício (1990a). "Comment". *In*: WIILIAMSON, John, ed. *Latin American Adjustment. How Much Has Happened?* Washington, DC: Institute for International Economics.

MELLER, Patrício (1990b). "Chile". *In*: WIILIAMSON, John, ed. *Latin American Adjustment. How Much Has Happened?* Washington, DC: Institute for International Economics.

MELLER, Patrício (1989). "Revision de los Enfoques Teoricos sobre Ajuste Externo y su Relevancia para America Latina". *In*: EYZAGUIRRE, Nicolás e Mario VALDIVIA, eds. *Políticas Macroeconomicas y Brecha Externa: America Latina en los Años Ochenta*. Santiago do Chile: CEPAL.

MELLER, Patrício (1988). "América Latina y la Condicionalidad del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial". *Estudios CIEPLAN*, 23: 195-237.

MELTZER, Allan H. (1993). "Round Table on Stabilization and Currency Boards". *In*: LIVIATAN, Nissan, ed. *Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards*. Washington, DC: World Bank.

MELTZER, Allan H. (1991). *Inflation and Money in Brazil*. Washington, DC: World Bank, mimeo.

MELTZER, Allan H. (1990). "Comment". *In*: WIILIAMSON, John, ed. *Latin American Adjustment. How Much Has Happened?* Washington, DC: Institute for International Economics.

MENDONÇA DE BARROS, José Roberto e Lídia GOLDENSTEIN (1997). "A Reestruturação Industrial no Brasil". *Economia em Perpsectiva*, 139: 1-2.

MENDONÇA DE BARROS, Luiz Carlos (1993). "Moeda Indexada: Uma Experiência Brasileira". *Economia e Sociedade*, 2: 3-24.

MESSEMBERG, Roberto (1997). "Inflação e Estabilização: Déficit Público e Taxa de Juros na Formulação dos Planos Antiinflacionários no Brasil". *In*: MEYER, Arno, org. *Finanças Públicas: Ensaios Selecionados*. São Paulo e Brasília: FUNDAP e IPEA.

MICHALOPOULOS, Constantine (1987). "World Bank Programs for Adjustment and Growth". *In*: CORBO, Vittorio; Morris GOLDSTEIN e Mohsin KHAN, eds. *Growth-Oriented Adjustment Programs*. Washington, DC: IMF e World Bank.

MILLER, Marcus; Barry EICHENGREEN e Richard PORTES (1989). "Editors' Introduction". *In*: MILLER, Marcus; Barry EICHENGREEN e Richard PORTES, eds. *Blueprints for Exchange Rate Management*. Nova Iorque, NY: Academic Press.

MIRANDA, José Carlos (1997). "Dinâmica Financeira e Política Macroeconômica". *In*: TAVARES, Maria da Conceição e José Luiz FIORI, orgs. (1997). *Poder e Dinheiro. Uma Economia Política da Globalização*. Petrópolis, RJ: Vozes.

MIRANDA, José Carlos (1995). "Algumas Questões de Economia Internacional Contemporânea". *Indicadores Econômicos FEE*, 23 (2: 184-99).

MIRANDA, José Carlos (1994). "Reestrutração Industrial em Contexto Macroeconômico Instável: A Experiência Brasileira Contemporânea", mimeo. Campinas: IE/UNICAMP.

MIRANDA, José Carlos (1993). "Relações entre Política Macroeconômica e Política Industrial: As Dimensões Fiscal, Cambial e Monetária". *Nota Técnica ECIB*, Campinas, SP: ECIB.

MIRANDA, José Carlos (1992). *Câmbio, Juros e Fisco: A Experiência Internacional*. Tese de Doutoramento, Campinas, SP: IE/UNICAMP.

MODIANO, Eduardo (1992). "A Ópera dos Três Cruzados, 1985-89". *In:* ABREU, Marcelo, org. *A Ordem do Progresso*. Rio de Janeiro, Campus.

MONTIEL, Peter e Jonathan OSTRY (1991). "Macroeconomic Implications of Real Exchange Rate Targeting in Developing Countries". *IMF Staff Papers*. 38 (4: 872-900).

MOURA, Alkimar (1991). Introdução à Política Monetária "Collorida": Um Exercício de Monetarismo Tropical". *In*: FARO, Clóvis de, org. *A Economia Pós Plano Collor II*. Rio de Janeiro: LTC.

MORAN, Theodore (1996). "Grand Strategy: The Pursuit of Power and the Pursuit of Plenty". *International Oganization*, 50 (1: 175-205).

MORTIMORE, Michael (1993). "Las Transnacionales y la Industria en los Paises en Desarrollo". *Revista de la CEPAL*, 51: 15-36.

MOUTOT, Philippe (1994). "Les Caractéristiques et la Gestion des Tensions de Change. Le Cas du Franc en 1992-1993". *Cahiers Économiques et Monétaires*, 43: 21-240, Paris: Banque de France.

MUSSA, Michael (1997). "IMF Surveillance". *AEA Papers and Proceedings*, 87 (2: 28-31).

MUSSA, Michael (1990). "Exchange Rates in Theory and in Reality." *Essays in International Finance*, 179, Princeton, NJ: Princeton University.

MUSSA, Michael (1987). "Macroeconomic Policy and Trade Liberalization: Some Guidelines". *Research Observer*, 2 (1: 61- 77), Washington, DC: World Bank.

NAKANO, Yoshiaki (1990). "As Fragilidades do Plano Collor de Estabilização". *In:* FARO, Clóvis de, org. *Plano Collor. Avaliações e Perspectivas*. Rio de Janeiro: LTC.

NELSON, Richard (1997). "How New is the New Growth Theory?". *Challenge*, 40 (5: 29-58).

NELSON, Richard, ed. (1993). *National Innovations Systems*, New York, NY: Oxford University Press.

NELSON, Richard e Sidney WINTER (1982). *An Evolutionary Theory of Economic Change*. Cambridge, MA: Belknap Press of Harvard University Press.

NOGUEIRA BATISTA, Paulo (1994). "O Consenso de Washington. A Visão Neoliberal dos Problemas Latino-Americanos". *Caderno Dívida Externa*, 6, São Paulo: PEDEX.

OLIVEIRA, Gesner (1993). *Brasil-FMI. Frustrações e Perspectivas*. São Paulo: Bienal.

OLSON, Mancur (1982). *The Rise and Decline of Nations*. New Haven, CT: Yale University Press.

OMAN, Charles (1994). "Globalização/Regionalização: O Desafio para os Países em Desenvolvimento". *Revista Brasileira de Comércio Exterior*, 39: 6-15.

ORCHARD, Lionel e Hugh STRETTON (1997). "Public Choice". *Cambridge Journal of Economics*, 21: 409-430.

ORTIZ, Guillermo (1991). "Mexico Beyond the Debt Crisis: Toward Sustainable Growth with Price Stability". *In:* BRUNO, Michael *et al.*, eds. *Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath*. Cambridge, MA: MIT Press.

OSTRY, Sylvia. (1996). "Policy Approaches to System Friction: Convergence Plus". *In*: BERGER, Suzanne e Ronald DORE, eds. *National Diversity and Global Capitalism*. Ithaca, NJ: Cornell University Press.

OSTRY, Sylvia. (1992). "The Domestic Domain: the New International Policy Arena". *Transnational Corporations*, 1(1: 7-26).

OSTRY, Sylvia e Michael GESTRIN, (1993). "FDI, Technology Transfer and the Innovation-Network Model". *Transnational Corporations*, 2 (3: 7-30).

PACK, Howard (1993). "Technology Gaps between Industrial and Developing Countries: Are There Dividends for Latecomers?". *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics, 1992*. Washington, DC: World Bank.

PAPAGEORGIOU, Demetrius; Michael MICHAELY e Armeane CHOKSI eds. (1991). *Liberalising Foreign Trade*. Oxford: Blackwell, vols. 1 a 7.

PARK, Y. C. (1987). "Bank-Fund Papers - Discussion". *In*: CORBO, Vittorio; Morris GOLDSTEIN e Mohsin KHAN, eds. *Growth-Oriented Adjustment Programs*. Washington, DC: IMF e World Bank.

PASTORE, Affonso C. (1993). "The Inflation Process in Brazil". *In*: LIVIATAN, Nissan, ed. *Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards*. Washington, DC: World Bank.

PASTORE, Affonso C. (1990a). "A Reforma Monetária do Plano Collor". *In:* FARO, Clóvis de, org. *Plano Collor. Avaliações e Perspectivas*. Rio de Janeiro: LTC.

PASTORE, Affonso C. (1990b). "Inflação e Expectativas com a Política Monetária numa Regra de Taxa de Juros". *Revista Brasileira de Economia*, 44 (4: 499-458).

PAULANI, Leda (1997). "Teoria da Inflação Inercial: Um Episódio Singular na História da Ciência Econômica no Brasil". *In*: LOUREIRO, Maria Rita, org. *50 Anos de Ciência Econômica no Brasil (1946-1996): Pensamento, Instituições Depoimentos*. Petrópolis, RJ: Vozes.

PAVITT, Keith (1988). "International Patterns of Technological Accumulation". *In*: HOOD, Neil e Jan-Erik VAHLNE, eds. *Strategies for Global Competition*. Londres: Croom Helm.

PERES, Wilson (1994). "Politicas de Competitividad". *Revista de la CEPAL*, 53: 49-58.

PEREZ, Carlota (1996). "La Modernización Industrial en América Latina y la Herencia de la Sustitución de Importaciones". *Comercio Exterior*, 46 (5: 347-64).

PITCHFORD, John (1992). "Current Account Deficits, External Liabilities and Economic Policy". *IMF Working Paper*, 92/54, Washington, DC: IMF.

PINHEIRO, Armando (1992). "O Crescimento da Produtividade Total dos Fatores e a Estratégia de Promoção de Exportações: Uma Revisão da Evidência Internacional". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 22 (1: 1-34).

PLIHON, Dominique (1991). *Les Taux de Change*. Paris: La Decouverte.

POLANYI, Karl (1944). *The Great Transformation*. Boston, MA: Beacon.

POLAK, Jacques (1991). "The Changing Nature of IMF Conditionality". *Technical Paper*, 41, Paris: OCDE.

POLAK, Jacques (1957). "Monetary Analysis of Income Formation and Payments Problems". *IMF Staff Papers*, 5: 1-50.

POSSAS, Mário (1993). *Racionalidade, Coordenação e Mudança: Uma Agenda para a Teoria da Dinâmica Econômica*. Rio de Janeiro, RJ: IEI/UFRJ (Mimeogr.).

PRAHALAD, C. K. (1995). "Entrevista: C. K. Prahalad". *Revista Brasileira de Comércio Exterior*, 45: 35-38.

PRESSER, Mário (1996). "Rodada Uruguai: As Novas Regras do Jogo para as Políticas Comerciais e Industriais dos Países em Desenvolvimento". *Indicadores Econômicos FEE*, 24 (3: 220-245), Porto Alegre, RS: Fundação de Economia e Estatística.

PRESSER, Mário (1993a). "Câmbio, Custos e Competitividade: Política Cambial e Estabilidade Macroeconômica". *Nota Técnica ECIB*, Campinas, SP: ECIB.

PRESSER, Mário (1993b). "O Acordo de Livre Comércio Canadá-Estados Unidos-México". *Estudos Especiais CECON*, 3, Campinas, SP: CECON-IE/UNICAMP.

PRESSER, Mário (1990). "Plan Collor. Los Limites de la Ortodoxia". *Quintas Jornadas Anuales de Economia*. Montevidéu: Banco Central do Uruguai.

PRESSER, Mário (1989). "Dólar: O Dilema do Presidente Bush". *Texto para Discussão*, 11, Campinas, SP: CECON-IE/UNICAMP.

PROCHNIK, Victor e Jonas ZONENSCHAIN (1995). "A Inovação Tecnológica no Paradigma da Microeletrônica". *Economia & Empresa*, 2 (2: 25-48).

PRZEWORSKI, Adam (1993). "A Falácia Neoliberal". *Lua Nova*, 28-29: 207-225, São Paulo: CEDEC.

RAMOS, Joseph (1993). "Crecimiento, Crisis e Viraje Estratégico". *Revista de la CEPAL*, 52: 63-79.

RAMOS, Joseph (1989). "La Macroeconomía Neokeynesiana desde el Sur". *Revista de la Cepal*, 38: 7-30.

REIS, Eustáquio (1991). "Com Quantos Collor se Faz uma Estabilização?". *In*: FARO, Clóvis de, org. *A Economia Pós Plano Collor II*. Rio de Janeiro: LTC.

REIS, Eustáquio; R. VILELA & R. MARKWALD (1990). "Moratória, Confisco e Política Fiscal". *In:* FARO, Clóvis de, org. *Plano Collor. Avaliações e Perspectivas*. Rio de Janeiro: LTC.

RESENDE, André Lara (1996). "André Lara Resende". *In*: BIDERMAN, Ciro; Luis F. COZAC e José M. REGO, orgs. *Conversas com Economistas Brasileiros*. São Paulo: Editora 34.

RESENDE, André Lara (1992). "O Conselho da Moeda: Um Órgão Emissor Independente". *Revista de Economia Política*, 12 (48: 113-120).

RESENDE, André Lara (1989)."Da Inflação Crônica à Hiperinflação: Observações sobre o Quadro Atual". *Revista de Economia Política*, 9 (1: 7-20).

RICHARDSON Pete, ed. (1997). "Globalisation and Linkages: Macro-Structural Challenges and Opportunities". Economics Ddepartment Working Papers, 181. Paris: OCDE.

RODRIGUEZ, Carlos (1991). *Inflation in Brazil*. Washington, DC: World Bank, mimeo.

RODRIGUEZ, Octavio (1981). *Teoria do Subdesenvolvimento da Cepal*. Rio de Janeiro, RJ: Forense-Universitária.

RODRIK, Dani (1995). "Trade Policy and Industrial Policy Reform". *In*: BEHRMAN, J. e T. N. SRINIVANAN, eds. *Handbook of Development Economics*. Amsterdã: North Holland, vol 3.

ROMER, Paul (1994). "The Origins of Endogenous Growth". *Journal of Economic Perspectives*, 8: 3-22.

ROMER, Paul (1993). "Two Strategies for Economic Development: Using Ideas and Producing Ideas". *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics, 1992*. Washington, DC: World Bank.

ROMER, Paul (1986). "Increasing Returns and Long-Run Growth". *Journal of Political Economy*, 94: 1002-1037.

ROSALES, Osvaldo (1994). "Política Industrial y Fomento de la Competitividad". *Revista de la CEPAL*, 53: 59-80.

RUIZ, Ricardo (1994). *Estratégia Empresarial e Reestrutração Industrial (1980-1992): Um Estudo de Grupos Econômicos Selecionados*. Campinas, SP: Dissertação de Mestrado, IE/UNICAMP.

SARGENT, Thomas (1982). "The End of Four Big Inflations". *In*: HALL, Robert, ed. *Inflation: Causes and Effects*. Chicago, IL: Chicago University Press e NBER.

SARGENT, Thomas e Neil WALLACE (1975). "'Rational' Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule". *Journal of Political Economy*, 83(2).

SARTI, Fernando (1994). *Evolução das Estruturas de Produção e de Exportação da Indústria Brasileira nos Anos 80.* Dissertação de Mestrado, Compinas, SP: IE/UNICAMP.

SCHADLER, Susan; Maria CARKOVIC; Adam BENNETT; e Robert KAHN (1993). "Recent Experiences with Surges in Capital Inflows". *Occasional Paper*, 108, Washington, DC: IMF.

SCHMITZ, H. (1984). "Industrialization Strategies in Less Developed Countries". *Journal of Development Studies*, 21: 1- 21.

SELOWSKY, Marcelo (1993). "Comment on Romer". *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics, 1992.* Washington, DC: World Bank.

SEMINÁRIO DA USP (1997). "Seminário da USP – Cinqüenta Anos de Ciência Econômica no Brasil". *In*: LOUREIRO, Maria Rita, org. *50 Anos de Ciência Econômica no Brasil (1946-1996): Pensamento, Instituições Depoimentos.* Petrópolis, RJ: Vozes.

SENNA, José (1992). "A Dolarização Seria Só Outro Choque". *Exame*, 22 de julho.

SENNA, José J: (1990). "As Torneiras da Liquidez".*In:* FARO, Clóvis de, org. *Plano Collor. Avaliações e Perspectivas.* Rio de Janeiro: LTC.

SHONFIELD, Andrew (1965). *Modern Capitalism.* New York, NY: Oxford University Press.

SILVA, Adroaldo M. (1993). "Inflation and Currency Board Option". *In*: LIVIATAN, Nissan, ed. *Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards.* Washington, DC: World Bank.

SIMONSEN, Mário H. (1992). "Os Riscos de uma Idéia". *Exame*, 22 de julho.

SIMONSEN, Mário H. (1991). "Choques Sucessivos e o Plano Collor". *In*: FARO, Clóvis de, org. *A Economia Pós Plano Collor II.* Rio de Janeiro: LTC .

SIMONSEN, Mário H. (1990). "Aspectos Técnicos do Plano Collor". *In:* FARO, Clóvis de, org. *Plano Collor. Avaliações e Perspectivas.* Rio de Janeiro: LTC.

SJASSTAD, Larry (1993). "Dollarization and Real Interest Rates". *In*: LIVIATAN, Nissan, ed. *Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards.* Washington, DC: World Bank.

SNOWER, Dennis (1995). "Evaluating Unemployment Policies: What the Underlying Theories Tell Us?". *Oxford Review of Economic Policy*, 11 (1: 110-135).

SOLA, Lourdes (1995). "Introdução: Porque Não Foi uma Década Perdida". *In*: SOLA, Lourdes e Leda PAULANI, orgs. *Lições da Década de 80.* São Paulo: EDUSP.

SOLOW, Robert (1997). "Is There a Core of Usable Macroeconomics That We Should All Believe In?". *AEA Papers and Proceedings*, 87 (2: 230-233).

SOUZA, Francisco E. P. (1991). "O Regime de Câmbio Flutuante numa Etapa de Transição". *Análise Econômica.* 9(15: 59-77).

SOUZA, Paulo Renato (1990). "A Reforma Monetária de 1990: Origens e Limitações". *In:* FARO, Clóvis de, org. *Plano Collor. Avaliações e Perspectivas.* Rio de Janeiro: LTC.

SPAVENTA, Luigi (1989). "Seignorage: Old and New Policy Issues". *European Economic Review.* 33: 557-563.

STOPFORD, John (1996). "The Globalization of Business". *In:* DE LA MOTHE, John e Gilles PAQUET, eds. *Evolutionary Economics and the New International Political Economy.* Londres: Pinter.

STOPFORD, John e Susan STRANGE (1991). *Rival States, Rival Firms.* Cambridge: Cambridge University Press.

STRANGE, Susan (1986). *Casino Capitalism.* Oxford: Basil Blackwell.

STUDART, Rogério (1997). "Estado, o Mercado e o Financiamento do Desenvolvimento na Década de 90". *II Encontro Nacional de Economia Política.* São Paulo: PUC-SP, vol. II: 428-441.

STUKART, Geraldo (1991). "A Política Cambial dos Planos Collor I e II". *In:* FARO, Clóvis de, org. *A Economia Pós Plano Collor II.* Rio de Janeiro: LTC.

SUNKEL, Osvaldo (1992). "El Marco Historico de la Reforma Económica Contemporánea". *Pensamiento Iberoamericano,* 22-23, Tomo I: 15-55.

SUNKEL, Osvaldo, ed. (1990). *El Desarrollo desde Dentro: Un Enfoque Neoestructuralista para América Latina.* México, DF: Fondo de Cultura Económica.

SUNKEL, Osvaldo e Gustavo ZULETA (1990). "Neoestructuralismo versus Neoliberalismo en los Años Noventa". *Revista de la CEPAL,* 42: 35-53.

SUZIGAN, Wilson (1990). "O Plano de Estabilização e a Política Fiscal". *In:* FARO, Clóvis de, org. *Plano Collor. Avaliações e Perspectivas.* Rio de Janeiro: LTC.

SVENSSON (1994), Lars. "Fixed Exchange Rates as a Means to Price Stability: What Have We Learned?". *European Economic Review,* 38: 447-468.

SZIRMAI, A.; Brian van ARK e D. PILAT, eds. (1993). *Explaining Economic Growth. Essays in Honour of Angus Maddison.* Amsterdã: North Holland.

TANZI, Vito e Ludger SCHUKNECHT (1997). "Reconsidering the Fiscal Role of Government: The International Perspective". *American Economic Review Papers and Proceedings,* 87 (2: 164- 168).

TAVARES, Maria da Conceição (1994a). "O "Sacrifício" para Derrubar a Inflação". *Lições Contemporâneas de Uma Economista Popular.* Rio de Janeiro: Editora da Autora.

TAVARES, Maria da Conceição (1994b). "Viagem à Argentina: Retorno à Modernidade do Passado". *Lições Contemporâneas de Uma Economista Popular.* Rio de Janeiro: Editora da Autora.

TAVARES, Maria da Conceição (1993a). "As Políticas de Ajuste no Brasil: Os Limites da Resistência". *In:* TAVARES, Maria da Conceição e José Luís FIORI. *Desajuste Global e Modernização Conservadora.* São Paulo: Paz e Terra.

TAVARES, Maria da Conceição (1993b). "Ajuste e Reestruturação nos Países Centrais: A Modernização Conservadora". *In*: TAVARES, Maria da Conceição e José Luís FIORI. *Desajuste Global e Modernização Conservadora.* São Paulo: Paz e Terra.

TAVARES, Maria da Conceição (1985). "A Retomada da Hegemonia Norte-Americana". *Textos para Discussão,* 77, Rio de Janeiro, RJ: IEI/UFRJ. Reimpresso em: TAVARES, Maria da Conceição e José Luís FIORI, orgs. *Poder e Dinheiro. Uma Economia Política da Globalização.* Petrópolis, RJ: Vozes, 1997.

TAVARES, Maria da Conceição e José Luiz FIORI, orgs. (1997). *Poder e Dinheiro. Uma Economia Política da Globalização.* Petrópolis, RJ: Vozes.

TAVARES, Maria da Conceição e Luiz E. MELIN (1997). "Pós-Escrito 1997: A Reafirmação da Hegemonia Americana". *In*: TAVARES, Maria da Conceição e José Luís FIORI, orgs. *Poder e Dinheiro. Uma Economia Política da Globalização.* Petrópolis, RJ: Vozes, 1997.

TAVARES, Maria da Conceição e Luiz G. BELLUZZO (1984). "Uma Reflexão sobre a Natureza da Inflação Contemporânea". *Texto para Discussão,* 65. Rio de Janeiro: IEI/UFRJ.

TAYLOR, Lance, ed. (1993a). *The Rocky Road to Reform.* Cambridge, MA: MIT Press e UNU/WIDER.

TAYLOR, Lance (1993b). "The Rocky Road to Reform". *In*: TAYLOR, Lance, ed. *The Rocky Road to Reform.* Ambridege, MA: MIT Press e UNU/WIDER.

TAYLOR, Mark (1995). "The Economics of the Exchange Rates". *Journal of Economic Literature,* 33 (1: 13-47).

TEITEL, Simón (1991). "Comments by Simón Teitel". *In*: BRUNO, Michael *et al.*, eds. *Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath.* Cambridge, MA: MIT Press.

THYGESEN, Niels (1988). "Introduction". *In*: Francesco GIAVAZZI, Stefano MICOSSI e Marcus MILLER, eds. *The European Monetary System.* Cambridge: Cambridge University Press.

TIRELLI, Patrizio e David VINES (1995). "Kohl, Reagan, and Open Monetary Economy Macroeconomics: Revisiting Rules for Fiscal and Monetary Policy". *Oxford Economic Papers,* 47: 561- 583.

TITELMAN, Daniel e Andras UTHOFF (1994). "Afluencia de Capitales Externos y Políticas Macroeconómicas". *Revista de la Cepal,* 53: 13-29.

TOBIN, James (1982). "A Proposal of International Monetary Reform". *In*: TOBIN, James. *Essays in Economics: Theory and Policy.* Cambrige, MA: MIT Press.

TOYE, John (1994). "Comment". *In*: WILLIAMSON, John, ed. *The Political Economy of Policy Reform.* Washington, DC: Institute for International Economics.

UNCTAD (1996a). "Rethinking Development Strategies: Lessons from East Asian Experience". *Trade and Development Report 1996.* Genebra; UNCTAD.

UNCTAD (1996b). *World Investment Report 1996.* Genebra: UNCTAD.

UNCTAD (1995). *World Investment Report 1995.* Genebra: UNCTAD.

UNCTAD (1991). "Finance, Investment and Savings". *Trade and Development Report 1991*. Genebra: UNCTAD.

UNCTAD (1990). "The Internationalization of Finance". *Trade and Development Report 1990*. Genebra: UNCTAD.

URQUIDI, Victor (1990). "Panel Discussion on Latin American Adjustment: The Record and Next Steps". *In*: WIILIAMSON, John, ed. *Latin American Adjustment. How Much Has Happened?* Washington, DC: Institute for International Economics.

VAN WIJNBERGEN, Sweder (1990). "Comment on the Three Major Debtors". *In*: WIILIAMSON, John, ed. *Latin American Adjustment. How Much Has Happened?* Washington, DC: Institute for International Economics.

VELASCO Jr., Licínio (1997). "A Economia Política das Políticas Públicas: Fatores que Favoreceram as Privatizações no Período 1985-94". *Texto para Discussão*, 54, Rio de Janeiro, RJ: BNDES.

VELLOSO, João P. R. (1991). "Plano Collor: O Que Fazer?". *In*: FARO, Clóvis de, org. *A Economia Pós Plano Collor II*. Rio de Janeiro: LTC.

VERCELLI, Alessandro (1994). "Por uma Macroeconomia Não Reducionista: Uma Perspectiva de Longo Prazo". *Economia e Sociedade*, 3: 3-20.

VICKERY, Graham e Claudio CASADIO (1996). "The Globalization of Investment and Trade". *In*:: DE LA MOTHE, John e Gilles PAQUET, eds. *Evolutionary Economics and the New International Political Economy*. Londres: Pinter.

WADE, Robert (1996). "Japan, the World Bank, and the Art of Paradigm Maintenance: The East Asian Miracle in Political Perspective". *New Left Review*, 217: 3-36.

WADE, Robert (1990). *Governing the Market: Economic Theory and the Role of Government in East Asia Industrialization*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

WALTERS, Alan (1993). "Currency Boards and their History". *In*: LIVIATAN, Nissan, ed. *Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards*. Washington, DC: World Bank.

WERNECK, Rogério (1993). "Government Failure and Wretched Statecraft: Lessons from the Brazilian Vicious Circle". *Texto para Discussão*, 301. Rio de Janeiro: Departamento de Economia/PUC-RJ.

WERNECK, Rogério (1991). "Oportunidades Perdidas na Política de Estabilização de 1990". *In*: FARO, Clóvis de, org. *A Economia Pós Plano Collor II*. Rio de Janeiro: LTC.

WIILIAMSON, John, (1994). "In Search for a Manual for Technopols". *In*: WILLIAMSON, John, ed. *The Political Economy of Policy Reform*. Washington, DC: Institute for International Economics.

WILLIAMSON, John (1993). "Exchange Rate Management". *Economic Journal*, 103: 188-197.

WIILIAMSON, John, (1990a). "What Washington Means by Policy Reform". *In*: WIILIAMSON, John, ed. *Latin American Adjustment. How Much Has Happened?* Washington, DC: Institute for International Economics.

WIILIAMSON, John, (1990b). "The Progress of Policy Reform in Latin America". *In*: WIILIAMSON, John, ed. *Latin American Adjustment. How Much Has Happened?* Washington, DC: Institute for International Economics.

WILLIAMSON, John (1987). "Exchange Rate Management: The Role of Target Zones". *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 77 (2: 200-204).

WIILIAMSON, John e Stephan HAGGARD (1994). "The Political Conditions for Economic Reform". *In*: WILLIAMSON, John, ed. *The Political Economy of Policy Reform.* Washington, DC: Institute for International Economics.

WILLMORE, Larry (1987). "Transnationals and Foreign Trade". *Anais da Anpec, 1987.* Vol. 1: 303-327, Salvador, BA: XV Encontro da ANPEC.

WORLD BANK (1997). *Global Development Finance 1997.* Washington, DC: World Bank.

WORLD BANK (1993). *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy.* New York, NY: Oxford University Press.

WYPLOSZ, Charles. "Commentaires sur l'Étude de Philippe Moutot". *Cahiers Économiques et Monétaires*, 43: 241-246, Paris: Banque de France.

YOFFIE, David (1993). "Conclusions and Implications". *In*: YOFFIE, David ed. *Beyond Free Trade. Firms, Governments and Global Competition.* Boston, MA: Harvard Business School Press.

YOSHINO, Joe (1992). "Alguns Aspectos da Reforma Monetária do Plano Collor II". *In*: FARO, Clóvis de, org. *A Economia Pós Plano Collor II.* Rio de Janeiro: LTC.

YOUNG, Alwyn (1995). "The Tiranny of Numbers: Confronting the Statistical Realities of the East Asian Growth Experience". *Quarterly Journal of Economics*, 110 (3: 641-680).

ZINI Jr., Álvaro (1993). *Taxa de Câmbio e Política Cambial no Brasil.* São Paulo: EDUSP.

ZINI Jr., Álvaro (1991). "Moeda Indexada e o Plano Collor". *In*: FARO, Clóvis de, org. *A Economia Pós Plano Collor II.* Rio de Janeiro: LTC.

ZINI Jr., Álvaro (1990). "O Brasil num Cruzamento: Dívida Externa e Exaustão Fiscal". *Revista de Economia Política*, 10 (1: 32-52).

ZINI Jr., Álvaro (1989a). "Fundar a Dívida Pública". *Planejamento e Políticas Públicas*, 2: 39-60.

ZINI Jr., Álvaro (1989b). "A Política Cambial em Discussão". *Revista de Economia Política*, 9 (1: 47-61).

ZYSMAN, John; Eileen DOHERTY e Andrew SCHWARTZ (1997). "Reorganizing the European Economy: Lessons of East Asia for Central/Eastern Europe". *BRIE Working Paper*, 83, Berkeley, CA: BRIE/University of Berkeley.

ZYSMAN John (1994). "Technology and Trade". *BRIE Working Paper*, 67, Berkeley, CA: BRIE/University of Berkeley.