

Depois de traçar um quadro geral dos resultados perversos do sistema macroeconômico brasileiro após 1994, de suas causas mais profundas, estou em condições de fazer a análise da macroeconomia da estagnação vigente no país, usando como critério de análise os preços macroeconômicos. Começarei pela taxa de câmbio, que, entre os cinco preços que regulam qualquer sistema econômico — a taxa de câmbio, a taxa de juros, a taxa de inflação, a taxa de salários e a taxa de lucro —, é o preço mais estratégico, que tem implicações diretas não só na estabilidade macroeconômica mas também na poupança e no investimento, e, portanto, no desenvolvimento econômico. Os dois primeiros preços são variáveis-instrumento: embora relativamente endógenos, podem ser administrados. Os três últimos são variáveis-resultado já que não podem ser administrados pelo governo, e a tentativa de sua administração por agentes econômicos, embora sempre presente através da força dos monopólios e dos sindicatos, é irrelevante do ponto de vista macroeconômico. Da taxa de inflação espera-se que seja a mais baixa possível; da taxa de salários espera-se que cresça com a produtividade e seja um indicador de bem-estar; da taxa de lucro, espera-se que seja satisfatória para os empresários, suficiente para estimulá-los a inovar e investir. Entre os agregados econômicos que geralmente organizam os livros de macroeconomia, destacarei apenas os agregados fiscais. Os demais aparecerão na análise através dos preços. Consumo, investimento e poupança, exportações, importações, saldo ou déficit em conta corrente são agregados econômicos do Estado-nação; receitas, despesas, poupança pública e déficit público são agregados econômicos do aparelho do Estado: todos serão naturalmente usados, mas este livro está estruturado em torno de preços e não de agregados.

Nos livros-texto norte-americanos de macroeconomia a taxa de câmbio não é vista como variável-instrumento porque, embora os Estados Unidos tenham a economia mais poderosa do mundo, o país enfrenta limitações em administrar sua taxa de câmbio. Esse fato decorre, essencialmente, do caráter de moeda reserva internacional do dólar. Enquanto o regime de câmbio era o de taxas fixas, como previsto no acordo de Bretton Woods, a possibilidade

de administração estava excluída por definição. A partir dos anos 1970, quando o governo norte-americano decidiu não mais garantir a moeda com suas reservas de ouro e passou para o regime de câmbio flutuante, surgiu, teoricamente, a possibilidade de administração da taxa, desde que o governo estivesse disposto a comprar ou vender reservas e a estabelecer alguma limitação à mobilidade de capitais. Entretanto, como o dólar é ainda a moeda reserva internacional, respondendo por dois terços das reservas internacionais dos países, não pode estar sujeito a controles de entrada ou de saída, de forma que não faz sentido que os Estados Unidos busquem administrar a taxa de câmbio comprando reservas em dólares. A alternativa de que dispõem os demais países que não possuem moeda reserva — comprar divisas fortes e aumentar reservas quando sua moeda local começa a se valorizar devido aos influxos de capital — está praticamente excluída no caso dos Estados Unidos: ao fazer compras de euros ou de ienes o grande país estará admitindo uma fraqueza incompatível com quem tem a moeda reserva. É por isso que os livros-texto norte-americanos e a ortodoxia convencional consideram a taxa de câmbio um preço endógeno, cujo valor real não pode ser administrado. Em consequência, é comum ouvirmos economistas brasileiros afirmarem, com a autoridade de quem tem um PhD obtido em uma universidade norte-americana, que “a taxa de câmbio não pode ser administrada”. Não importa que tal afirmação contrarie a experiência internacional — que todos os países, mesmo aqueles cujas moedas são relativamente fortes, procurem controlar sua taxa. Mesmo os Estados Unidos só saíram da crise dos anos 1980 porque conseguiram, nos acordos do Plaza, convencer os japoneses a apreciar o iene. Nos anos 2000, diante dos enormes déficits em conta corrente, estão pressionando a China para que aprecie o iuane. Os países asiáticos dinâmicos têm uma história de permanente administração de sua taxa de câmbio.

Administrar a taxa de câmbio já era fundamental quando essa taxa arbitrava fundamentalmente importações e exportações; a partir do momento em que os fluxos internacionais de capital aumentaram de forma extraordinária, essa administração tornou-se ainda mais importante. Entre os preços macroeconômicos, a taxa de câmbio é o mais estratégico; é o que tem efeitos mais poderosos e quase imediatos sobre a economia. Conforme veremos neste capítulo, e contrariamente ao que ensinam os livros-texto, a taxa de câmbio não determina apenas as variáveis do comércio externo e os fluxos financeiros. É também variável fundamental na determinação dos salários, do consumo, dos investimentos e da poupança interna. Para os empresários, é fundamental que essa taxa seja relativamente estável e competitiva — entendendo-se por competitiva uma taxa que garanta que indústrias que ado-

tam tecnologia no estado-da-arte sejam competitivas internacionalmente. Diante do grande volume dos fluxos internacionais e da sua enorme fluidez, a taxa de câmbio não administrada de um país que representa uma parcela pequena da economia mundial passa a sofrer flutuações muito grandes. Além disso, a probabilidade de que se aprecie, se torne relativamente valorizada e deixe de ser competitiva é muito grande, tanto nos momentos de prosperidade quanto nos de dificuldade. Nos de prosperidade, porque atrairão capitais para serem investidos, nos momentos normais porque a taxa de lucro e a taxa de juros interna nos países emergentes tendem a ser mais altas do que nos países ricos, atraindo capitais que pressionam a taxa de câmbio para baixo.<sup>1</sup> No Brasil, onde a taxa de juros é excepcionalmente alta, esta pressão também é especialmente forte. Naturalmente, nos momentos de crise, a tendência se inverte e, dependendo da intensidade da crise, a depreciação cambial pode ser grande e súbita.

A ortodoxia convencional, porém, não pensa em termos empíricos ou históricos, mas em termos hipotético-dedutivos. Embora a experiência mostre que os países administram suas taxas de câmbio, deduz, a partir do pressuposto de que o regime de taxa de câmbio é o flutuante, que é impossível administrá-la. Não haveria, entretanto, problema nisto já que, novamente contra a evidência empírica, o regime de câmbio flutuante manteria a taxa de câmbio automaticamente equilibrada. Essa perspectiva está de acordo com os interesses dos países ricos, para os quais a administração da taxa de câmbio por parte dos países em desenvolvimento — especialmente dos países de renda média — é altamente indesejável. O que interessa a eles é que esses países, que são hoje seus competidores em um número crescente de áreas, tenham uma taxa de câmbio relativamente apreciada. Com isso, os países ricos exportarão mais e importarão menos e, o que é também muito importante, suas empresas multinacionais poderão, dado um lucro alcançado na moeda local, repatriar muito mais dólares, euros, ienes ou libras do que poderiam se a moeda local estivesse relativamente depreciada. Seguindo essa lógica, não hesitam em denominar a prática dos países em desenvolvimento de tentar administrar suas taxas de câmbio de “câmbio sujo”. Na discussão sobre os regimes cambiais, uma classificação habitual é a de câmbio fixo, *crawling peg*, câmbio flutuante administrado e câmbio flutuante. Na verdade, em termos práticos, dada a inviabilidade ou o desuso de sistemas de dolarização, de *currency boards*, de

---

<sup>1</sup> Veremos mais adiante que no primeiro caso a taxa de substituição da poupança interna pela externa será relativamente baixa; no segundo, que é muito mais freqüente, será alta: grande parte dos recursos externos acabarão aumentando o consumo.

câmbio fixo, ou de bandas fixas, para países dotados de economias nacionais, e dado que apenas os Estados Unidos e a Europa do euro não administram sua taxa de câmbio, o regime hoje relevante de taxa de câmbio é o do câmbio flutuante administrado. Através dele, de mecanismos frouxos de controles de capitais e de políticas monetárias não totalmente fortes, os países contornam pragmaticamente o triângulo da impossibilidade de Mundell.

Como dispõem de mão-de-obra barata e têm a possibilidade de imitar e comprar tecnologia por um preço inferior ao custo incorrido pelos países centrais em desenvolvê-la originalmente, os países em desenvolvimento deveriam, em princípio, crescer a taxas maiores do que os países ricos e alcançá-los. Isso não acontece por diversas razões, mas o problema da taxa de câmbio é sempre central. Quando ainda não realizaram sua revolução capitalista, não crescem satisfatoriamente porque lhes faltam a classe empresarial e as instituições mínimas necessárias para o desenvolvimento. Já nessa fase, porém, a doença holandesa, derivada da existência de recursos naturais abundantes que permitem ao país entrar no comércio natural através de um produto que aproveita esses recursos, pode ter um efeito terrível sobre o crescimento ao tornar apreciada a taxa de câmbio. A doença holandesa ocorre quando o custo dos produtos que se beneficiam das “rendas” derivadas dos recursos naturais se torna muito baixo, de modo que sua exportação é compatível com uma taxa de câmbio baixa — no caso do petróleo, muito baixa — que inviabiliza a produção de outros bens comercializáveis internacionalmente, mesmo que esses produtos estejam usando métodos de produção no estado-da-arte da tecnologia.

Neste capítulo, vou dar ênfase à doença holandesa, cujos efeitos sobre a economia brasileira já são significativos e particularmente perigosos, porque essa é uma falha de mercado compatível com o equilíbrio da conta corrente: a economia do país pode estar gravemente atingida por esse mal e, no entanto, apresentar equilíbrio intertemporal de suas contas externas. Embora o país não tenha um produto de exportação com grande diferencial de produtividade, porque está permanentemente provocando a apreciação do real, vou concentrar minha atenção em um outro fator que provoca a apreciação artificial da taxa de câmbio e dificulta o crescimento de países de desenvolvimento médio como o Brasil: relacionarei a quase-estagnação com a “política de crescimento com poupança externa”. Criticarei, portanto, uma tese ou uma estratégia central da ortodoxia convencional — uma estratégia que realmente interessa aos países ricos.

Desde que o uso ideológico da lei das vantagens comparativas do comércio internacional para neutralizar a industrialização dos países em desen-

volvimento perdeu força, é a política de crescimento com poupança externa que vem desempenhando esse papel. Receber poupança externa não é receber investimentos do exterior: no sistema das contas nacionais, poupança externa é sinônimo de déficit em conta corrente. Quando um país está adotando essa “estratégia” de crescer com a poupança alheia, estará incorrendo em déficits em conta corrente crônicos, que implicarão uma taxa de câmbio mais apreciada do que aquela que prevaleceria se as contas externas estivessem equilibradas. O déficit em conta corrente terá que ser financiado; os investimentos diretos, assim como os empréstimos, são formas de financiamento, não são os próprios investimentos. Estes serão ou não realizados dependendo das oportunidades de lucro vistas pelos empresários, porque os agentes econômicos terão sempre a alternativa de, ao verem seus salários aumentados pela apreciação do câmbio, aumentar seu consumo ao invés de investir. Se o país quisesse ter uma taxa de câmbio relativamente depreciada, compatível com exportações fortes e crescimento, como fazem muitos países asiáticos dinâmicos, teria que administrar sua taxa de câmbio e apresentar superávits em conta corrente; não poderia receber poupança externa.

Ao fazer a análise da tendência à sobre-apreciação da taxa de câmbio que caracteriza as economias em desenvolvimento, vou argumentar contra a aceitação por um país em desenvolvimento da globalização financeira, que distingo da globalização comercial. Esta é uma oportunidade para um país em desenvolvimento se ele já ultrapassou o estágio da indústria infante e, portanto, pode competir internacionalmente exportando manufaturados. Um dos motivos por que um país nessas circunstâncias deve crescer mais rapidamente e alcançar os países ricos é o fato de que sua mão-de-obra barata lhe dá uma vantagem competitiva importante, desde que, como argumentarei mais adiante, não se transforme em doença holandesa. Já a abertura da conta de capitais, geralmente combinada com a política de crescimento com poupança externa, não é uma oportunidade, mas uma causa de crise e de baixo crescimento. Os países só podem adotá-la em um estágio avançado de desenvolvimento — e, mesmo nessas circunstâncias, deverão ser muito cuidadosos; gigantes como a Europa do euro, o Japão e a Grã-Bretanha o são.

#### TENDÊNCIA À SOBRE-APRECIÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO

O desenvolvimento econômico só é possível se o país contar com uma taxa de câmbio competitiva, relativamente depreciada, que estimule as exportações e os investimentos. A evidência empírica em relação a esta última pro-

posição é clara: todos os países que se desenvolveram no século XX, como o Japão, a Alemanha, a Itália e, mais recentemente, os países asiáticos dinâmicos, contaram sempre com taxas de câmbio relativamente depreciadas. Estudos econométricos recentes têm insistentemente confirmado este fato.<sup>2</sup> Por outro lado, a teoria econômica ensina que os países em desenvolvimento deveriam crescer mais rapidamente que os ricos, ou seja, deveriam apresentar taxas de aumento de produtividade maiores. Nessas condições, como continua a ensinar a boa teoria econômica, a taxa de câmbio desses países deverá se apreciar sem prejuízo de sua competitividade internacional. A teoria econômica, entretanto, está supondo que o país em desenvolvimento conte com uma taxa de câmbio competitiva, que viabilize a produção de bens comercializáveis que estejam sendo produzidos no estado da arte tecnológico. Ora, uma série de fatores, alguns de mercado, outros decorrentes de estratégias propostas pelos países ricos, fazem com que essa condição não se cumpra e que a taxa de câmbio dos países em desenvolvimento permaneça relativamente apreciada. Sugiro, na verdade, que há uma tendência a que a taxa de câmbio desses países permaneça relativamente apreciada, combinando-se essa relativa sobre-apreciação com uma alta volatilidade decorrente de crises e quase-crisis.

Quais as causas dessa tendência à manutenção da taxa de câmbio em um nível relativamente apreciado? A primeira e mais geral razão é a doença holandesa acima referida. Essa é uma causa particularmente mortífera porque, diferentemente das outras que vou enumerar, é compatível com o equilíbrio intertemporal das contas externas. Trata-se, assim, de uma falha de mercado que só pode ser corrigida pela administração da taxa de câmbio: somente mantendo a taxa de câmbio em um nível verdadeiramente de equilíbrio, compatível com a sobrevivência de setores industriais que utilizam tecnologia no estado-da-arte, será possível permitir que o mercado desempenhe seu papel de alocação de recursos de forma eficiente e estimule o aumento da produtividade. Esse problema será examinado na seção seguinte.

Uma segunda razão, amplamente discutida na literatura econômica, está no fato de que os países em desenvolvimento geralmente tendem a apresentar taxas de lucro e de juros maiores que os países ricos porque o capital nesses países é relativamente escasso. Essa maior rentabilidade dos capitais atrai os recursos abundantes existentes nos países ricos, pressionando assim a taxa de câmbio medida na moeda local para baixo.

---

<sup>2</sup> Ver, entre outros, Razin e Collins (1997), Fajnzylber, Loyaza e Calderón (2004) e Gala (2006).

Em terceiro lugar, temos o mesmo fenômeno agora não como mero fenômeno de mercado, mas como uma consequência da política de juros altos ou de “aprofundamento financeiro”, segundo a expressão da ortodoxia convencional.

Em quarto lugar, temos a estratégia proposta pelos países ricos aos em desenvolvimento de crescimento com poupança externa. Neste caso, o interesse não é apenas nos ganhos financeiros com o financiamento dos déficits em conta corrente; é também uma estratégia não deliberada, mas clara, de neutralizar a vantagem decorrente da mão-de-obra barata.

Uma quinta razão está na utilização pela ortodoxia convencional da taxa câmbio como instrumento de controle da inflação. Partindo-se de um nível relativamente apreciado, depreciar essa taxa implicará uma aceleração da taxa de inflação. Essa aceleração, em uma economia aberta e competitiva que não seja indexada, é temporária; a bolha inflacionária logo murchará. Todavia, o estigma da inflação alta pode ser forte, como é no Brasil, de maneira que, diante de qualquer aceleração temporária dos índices de inflação, as pessoas temem a volta da alta inflação, o que legitima que o banco central eleve a taxa de juros, mesmo que não haja excesso de inflação, simplesmente para apreciar o câmbio e garantir que a taxa de câmbio volte a baixar.

A sexta razão para que a taxa de câmbio se mantenha em nível relativamente apreciado está na dificuldade dos países em desenvolvimento de recusar uma taxa de câmbio apreciada porque ela é atrativa no curto prazo: uma taxa de câmbio relativamente apreciada implica em salários e lucros reais, medidos em moeda forte ou em poder de compra, mais elevados do que seriam com uma taxa competitiva. O interesse de curto prazo de todos os residentes no país, inclusive os mais pobres, é o de poder transformar seus reais em mais dólares ou, mais genericamente, de poder comprar a preços mais baratos bens comercializáveis internacionalmente. Os ricos, que medem sua riqueza em dólares, a vêem aumentada sempre que há valorização do câmbio. A classe média, cujo componente de consumo importado é relativamente alto, têm seus salários reais aumentados quando se valoriza o câmbio. Mesmo os mais pobres recebem aumentos reais de salários com a baixa do câmbio, pois uma parcela dos produtos de sua cesta de consumo se torna mais barata, e perdem com a desvalorização. Os políticos no governo têm interesse em uma taxa de câmbio apreciada porque isto agrada seus eleitores e, assim, não hesitam em praticar o que tenho chamado de populismo cambial. E os economistas no governo que aceitam a recomendação da ortodoxia convencional de mandato único para o Banco Central — o controle da inflação — também têm interesse em uma taxa de câmbio apreciada, porque isso impli-

ca redução dessa taxa. Se a apreciação for grave e de longo prazo, como acontece nos países vítimas da doença holandesa, que permite a compatibilização do equilíbrio do balanço de pagamentos com taxa de câmbio apreciada, o líder político não-populista que chegar ao governo terá enorme dificuldade em trazer essa taxa a um nível competitivo, porque isso implicará, durante um período de transição, rendas menores para os assalariados e grande parte dos empresários.

### A DOENÇA HOLANDESA

A doença holandesa é uma falha de mercado que, ao fazer a taxa de câmbio do país equilibrar-se ao nível do custo marginal dos bens que usam recursos naturais baratos em comparação ao preço internacional, torna não rentáveis indústrias com alto valor adicionado per capita, impedindo, assim, os investimentos e a transferência de mão-de-obra para elas mesmo que utilizem tecnologia no estado-da-arte.<sup>3</sup> Em consequência, o desenvolvimento econômico, que vimos caracterizar-se principalmente por essa transferência, fica inviabilizado. A taxa de câmbio resultante é “de equilíbrio” porque equilibra a conta corrente graças à exportação de bens que utilizam os recursos naturais baratos e abundantes, mas o equilíbrio é perverso porque essa taxa estará mais apreciada do que seria necessário para criar demanda interna para bens comercializáveis com maior conteúdo tecnológico. É essencial, para que haja doença holandesa, que exista um diferencial de custo em relação ao preço internacional que torna a exportação desse bem particularmente lucrativa mesmo a uma taxa de câmbio muito mais apreciada do que a necessária para o restante da economia. Supõe, por outro lado, que os preços dos demais recursos existentes no próprio país correspondam ao preço internacional. Dada a existência desse recurso, que está desvinculado do custo e é, portanto, muito rentável (o petróleo é o exemplo clássico), ou de diversos recursos não tão rentáveis como, no caso do Brasil, aqueles utilizados pelos setores que fazem parte do agronegócio (o café, a cana-de-açúcar, a laranja, a celulose), ou ainda ligados à mineração (o ferro e o aço), sua exportação se torna economicamente viável a uma taxa de câmbio sobre-apreciada do ponto de

---

<sup>3</sup> A doença holandesa é tão antiga quanto o desenvolvimento econômico, mas só foi identificada nos anos 1960, quando a descoberta de gás natural na Holanda estava destruindo todo o restante da indústria com valor adicionado per capita muito maior do que o do gás.

vista do desenvolvimento econômico. A desvinculação entre custo, preço e custo internacional não decorre de desequilíbrios momentâneos entre a oferta e a procura, como acontece com frequência com as *commodities* em geral, mas de um desequilíbrio estrutural decorrente da existência de rendas ricardianas — de rendimentos dos recursos naturais além dos rendimentos do capital na forma de lucros em sentido estrito. São essas rendas, que surgem a partir daquele diferencial de produtividade, que permitem a desvinculação entre custo e preço. O baixo custo desses recursos determina marginalmente uma taxa de câmbio — que é aparentemente “de equilíbrio” porque garante o equilíbrio da conta corrente no longo prazo, mas que na verdade é apreciada em relação à verdadeira taxa de câmbio de equilíbrio —, que defino como aquela que torna competitivas, ou seja, capazes de enfrentar a concorrência estrangeira, indústrias que utilizem tecnologia no estado-da-arte: se as indústrias nessas condições práticas ou potenciais não forem competitivas, é sinal que a taxa de câmbio está apreciada, que o país é vítima da doença holandesa.

Produtos que se beneficiam das rendas ricardianas decorrentes da dotação particularmente favorável de um determinado recurso natural terão um custo marginal menor do que o implícito no preço internacional desse bem e dos demais bens (que se supõe não contarem com o diferencial de produtividade), de forma que a taxa de câmbio de mercado convergirá para o nível desse custo marginal mais baixo. Dessa forma, desde que o recurso seja abundante, essa taxa de câmbio equilibra a conta corrente do país, ao mesmo tempo em que inviabiliza o desenvolvimento econômico na medida em que impossibilita a produção de outros bens comercializáveis internacionalmente que tenham um valor adicionado per capita mais elevado ou uma maior intensidade tecnológica. Assim, ao invés de ser uma benesse, o recurso se transforma em uma maldição.

A teoria usual da doença holandesa supõe rendas ricardianas. Entretanto, também a simples existência de mão-de-obra barata em um país em desenvolvimento pode ser origem de doença holandesa se o leque salarial nesse país for substancialmente maior do que nos países ricos. De acordo com esta minha afirmação, um país como a China, que possui mão-de-obra barata mas não tem recursos naturais abundantes, terá uma taxa de câmbio que equilibra sua conta corrente sobre-apreciada em relação à taxa necessária para que esse país pudesse produzir bens com maior valor adicionado per capita. O trabalho barato será, assim, uma fonte particular de renda ricardiana, porque, embora não envolva recursos naturais, tem o mesmo efeito de possuir um custo marginal compatível com uma taxa de câmbio sobre-

apreciada quando se tratar de produzir bens que envolvam maior valor adicionado per capita. Esta última frase deixa claro que, para que a mão-de-obra barata seja fonte de doença holandesa, é necessário que o leque salarial do país seja maior do que nos países ricos, de forma que a vantagem competitiva internacional que esse país obtém na produção de bens de baixo valor adicionado per capita que utilizam trabalho pouco qualificado não se transfira para outros bens com maior conteúdo tecnológico, maior valor adicionado per capita e maiores salários. Se o leque salarial fosse aproximadamente igual ao existente nos países ricos, todos os salários seriam igualmente baixos, e todos os bens produzidos por esse país teriam vantagem competitiva, inclusive os de maior conteúdo tecnológico, de forma que não se poderia falar em doença holandesa. Ocorre, entretanto, que uma característica universal dos países de renda média é o leque salarial mais amplo em relação ao existente nos países ricos, de forma que a taxa de câmbio que decorre do custo dos salários baixos nos setores de baixo valor adicionado per capita determina uma taxa de câmbio que inviabiliza investimento nos demais setores. Os salários e ordenados dos profissionais nos países de renda média não alcançam o mesmo nível do existente nos países desenvolvidos, mas, no que diz respeito aos trabalhadores pouco qualificados, enquanto a relação entre os salários médios pagos nos países ricos e nos países em desenvolvimento é muito alta, essa mesma relação é muito menor quando consideramos os profissionais.

Essas idéias ficam mais claras se considerarmos que o desenvolvimento econômico implica sempre aumento da produtividade média da economia, mas que esse aumento não ocorre necessariamente nos mesmos produtos que passam a ser produzidos com menores custos — e sim através da transferência de trabalho para setores que produzem outros produtos com maior valor agregado per capita. É também um processo de aumento do conteúdo tecnológico dos bens que estão sendo já produzidos, mas os ganhos de produtividade macroeconômicos ocorrem principalmente quando um país consegue transferir sua mão-de-obra de setores cujos bens e processos industriais implicam baixo valor adicionado per capita para setores com produtos e processos industriais de alta produtividade. O desenvolvimento econômico não ocorre, por exemplo, através do aumento da produtividade de tecidos, mas da transferência da mão-de-obra da produção de tecidos para a de aviões. O novo setor pode ser fruto do surgimento de novos bens com maior conteúdo tecnológico ou maior sofisticação mercadológica<sup>4</sup> (é o que acon-

---

<sup>4</sup> Do ponto de vista tecnológico, para um mesmo produto a maior sofisticação ou maior conteúdo mercadológico se expressa nas “grifes” que implicam um valor adicionado per ca-

tece nos países mais avançados), mas pode ser simplesmente a produção de bens antigos que o país ainda não produzia, como é o caso dos países em desenvolvimento. Nos anos 1940 e 1950, a industrialização era corretamente vista pelos países em desenvolvimento como o Brasil como necessária para seu crescimento, porque através dela os países logravam transferir mão-de-obra para a indústria, cujo valor adicionado per capita é substancialmente maior do que na agricultura e na pecuária. Hoje, já não se fala mais em industrialização, porque vemos países ricos se desindustrializarem e continuar a crescer. Não há, porém, nada de contraditório nisto. A desindustrialização dos países ricos ocorre porque, diante da concorrência dos países em desenvolvimento que exportam bens manufaturados com mão-de-obra barata, eles estão transferindo sua mão-de-obra para setores com valor adicionado per capita ainda mais elevado, como as indústrias de ponta, a produção de *software*, o cinema e os serviços financeiros.

Podemos explicar a doença holandesa com um modelo simples. Suponhamos que uma determinada economia nacional exigiria uma taxa de câmbio de 100 unidades de moeda local por dólar para que seus bens produzidos com tecnologia e administração mercadológica no estado-da-arte fossem competitivos, ou seja, pudessem ser exportados, ou, pelo menos, pudessem enfrentar a concorrência internacional sem necessidade de tarifas protetoras. Esse país, entretanto, exporta petróleo ou algum outro produto que se beneficia de rendas ricardianas e/ou utiliza mão-de-obra pouco qualificada e barata,<sup>5</sup> de forma que seus custos marginais de produção são compatíveis com uma taxa de câmbio de 50 unidades de moeda local. Mão-de-obra barata e pouco qualificada implica baixo nível de desenvolvimento. Entretanto, como a taxa de câmbio de mercado tenderá para esse nível, a produção de bens comercializáveis de maior valor adicionado per capita (que exigiam 100 como taxa de câmbio) torna-se inviável economicamente mesmo que use tecnologia no estado da arte.

---

pita muito maior — valor esse pago direta ou indiretamente a todos os administradores de *marketing*, publicitários, e aos veículos mercadológicos: a mídia, os shows, as competições esportivas, e seus jornalistas, artistas e esportistas.

<sup>5</sup> Nem sempre o setor que causa doença holandesa tem valor adicionado per capita baixo. O setor petrolífero, que por excelência causa doença holandesa, conta com rendas ricardianas, mas sua mão-de-obra não é pouco qualificada e barata; pelo contrário, essa é uma indústria que paga salários médios elevados. Ocorre, entretanto, que esse setor, por mais amplo que seja no país, emprega pouca mão-de-obra, e como inviabiliza o restante da economia de bens comercializáveis, acaba tendo efeitos desastrosos sobre a economia do país.

O modelo ampliado de doença holandesa, que inclui a mão-de-obra barata como sua fonte, além dos recursos naturais, torna o problema da doença holandesa muito mais generalizado e grave para os países em desenvolvimento. Uma grande parte desses países — especialmente os da América Latina, da África e do Oriente Médio — contam com recursos naturais e por isso são vítimas potenciais da doença holandesa. Os países do Leste, Sudeste e Sul da Ásia não são, em geral, caracterizados por grandes recursos naturais, e por isso não estariam ameaçados, ou, certamente, estão menos ameaçados, mas, quando incluímos também a mão-de-obra barata como uma fonte de doença holandesa, o problema se complica ou se complicaria também para eles. E é provavelmente por isso que esses países, hoje capitaneados pela China, administram tão cuidadosamente sua taxa de câmbio, e, ao neutralizar a doença holandesa, realizam grandes superávits em conta corrente.

Um fator correlacionado importante é o de que não apenas a mão-de-obra barata e pouco qualificada em indústrias de baixo valor adicionado per capita, como as de calçados ou de confecções simples, é origem da doença; esta também se origina em indústrias de alto valor adicionado que, entretanto, tem processos industriais principalmente de montagem que usam mão-de-obra barata, e são esses processos que são realizados no país vítima da doença holandesa. Esse processo de divisão das tarefas a nível internacional é uma consequência da globalização e tem recebido diversas denominações: “*offshoring*” quando se pensa na empresa multinacional produzindo componentes no exterior (Blinder, 2006), “comércio de tarefas” (Grossmann e Rossi-Hansberg, 2006) ou então “desempacotamento” (“*unbundling*”) (Baldwin, 2006: 1) quando se quer salientar a divisão das tarefas. Estes dois últimos nomes deixam claro que a divisão do trabalho ao nível internacional não é essencialmente uma divisão entre setores de produção ou entre bens e serviços, mas entre trabalhadores. Ou, como afirma Baldwin, para quem a globalização é um segundo desempacotamento histórico, “isto significa que a competição internacional — que costumava ser principalmente entre empresas e setores em diferentes países — agora ocorre entre trabalhadores individuais realizando tarefas semelhantes em países diferentes”. Através desse processo as tarefas com maior valor adicionado per capita e que exigem mão-de-obra mais qualificada, constituída principalmente de administradores e comunicadores, são realizadas nos países ricos que possuem esse tipo de mão-de-obra em abundância, enquanto as tarefas padronizadas ou codificadas são transferidas para trabalhadores com baixos salários nos países em desenvolvimento. É esse processo de divisão de tarefas que faz com que o país em desenvolvimento fique preso a atividades industriais do tipo das

“maquiladoras” mexicanas, que não se limitam apenas às “maquilas” situadas na fronteira do México com os Estados Unidos. Qualquer indústria cujo produto é de alto valor adicionado per capita, mas cujo processo envolve baixo conteúdo tecnológico e mercadológico porque emprega intensivamente mão-de-obra barata, é uma “atividade industrial tipo maquiladora”: se o país tem condições tecnológicas de realizar atividades mais complexas mas não o logra devido à taxa de câmbio apreciada, isto se deve à doença holandesa que tem origem nos processos de baixo conteúdo tecnológico que são reservados para o país. Os processos de trabalhos que exigem mais qualificação são reservados para os países ricos a partir do pressuposto de que esse tipo de mão-de-obra não existe nos países em desenvolvimento, mas muitas vezes ele existe: apenas a doença holandesa, a taxa de câmbio relativamente apreciada, torna inviável a localização desses processos de produção mais complexos nesses países não obstante sua mão-de-obra barata. A mão-de-obra é também barata em relação aos países ricos, mas, dado o leque salarial maior, a taxa de câmbio definida em função dos processos mais simples torna não rentáveis os processos mais complexos.

A partir dessa análise fica claro porque a doença holandesa é compatível não apenas com o equilíbrio em conta corrente e com a exportação de bens com rendas ricardianas e produtos manufaturados de baixo valor adicionado per capita, mas também de produtos com alto valor adicionado per capita cujo processo industrial relevante no país tem baixa intensidade tecnológica e mercadológica. Um país como o Brasil, por exemplo, não precisa exportar apenas os bens do agronegócio e os bens minerais onde realiza rendas ricardianas, pode (ou podia antes da China cuja mão-de-obra é mais barata) exportar bens industriais simples, e bens industriais sofisticados cujo processo no país se aproxime cada vez mais do modelo das maquiladoras. Existe, também, a possibilidade de a empresa, como é o caso da Embraer no Brasil, ter uma enorme vantagem de produtividade global (tecnológica e mercadológica) em relação a seus concorrentes, de forma que logra exportar não obstante a taxa de câmbio apreciada. Mas esta é a exceção, só viável se a doença holandesa não for radical. Em um país exportador de petróleo que não tenha logrado neutralizar a doença holandesa, nem uma empresa da qualidade da Embraer seria viável.

Como um país evita a doença holandesa, como a neutraliza? A forma mais simples e mais racional — que mais respeita o mercado ao mesmo tempo em que corrige sua falha — é a da administração de uma taxa de câmbio. Para enfrentar diretamente o problema é necessário estabelecer um imposto sobre a exportação que elimine o diferencial entre o custo do produ-

tor mais um lucro satisfatório e o preço de mercado do bem, ou, em outras palavras, que limite seus lucros extraordinários; e não deixar que os recursos provenientes desse imposto entrem no país, mas sejam depositados em um fundo no exterior. Dessa forma a falha de mercado é corrigida. É o que faz a Noruega, que criou um fundo de investimentos internacional com as receitas do petróleo, de forma que os recursos não entram no país e não pressionam a taxa de câmbio para baixo: são transformados em reservas internacionais. Todos os países produtores de petróleo também impõem um tributo à sua exportação, mas não esterilizam os recursos no exterior, de forma que a entrada de recursos pressiona a taxa de câmbio para baixo e a mantém sobre-avaliada. Depois da grande crise de balanço de pagamentos de 2001, a Argentina estabeleceu imposto de exportação sobre a carne, o trigo e a soja, e assim logrou manter sua taxa de câmbio em nível competitivo, compatível com elevadas taxas de crescimento.

Em termos de regime cambial, a opção hoje razoavelmente consensual é a de um câmbio flutuante mas administrado. A alternativa de um câmbio fixo está hoje superada, mas isto não significa que se deva ou se possa deixar o câmbio ao sabor do mercado, ou que se possa chamar de “câmbio sujo” a prática generalizada de administrá-lo. A solução pragmática é rejeitar a oposição “fix or float”, e administrar o câmbio. É o que fazem os dinâmicos países asiáticos, inclusive a China. Se esse país abrisse sua conta de capitais e deixasse o câmbio livre, este convergiria para um nível substancialmente mais apreciado que equilibraria sua conta corrente mas inviabilizaria a continuidade do crescimento chinês através da transferência de mão-de-obra para setores mais produtivos.

A doença holandesa é o componente fundamental da tendência à sobreavaliação da taxa de câmbio que caracteriza os países em desenvolvimento. É um fator poderoso porque é compatível com o equilíbrio no longo prazo das contas externas do país. O outro componente fundamental — a política de crescimento com poupança externa — leva igualmente à apreciação do câmbio, mas é uma política com vida curta porque, ao aumentar o endividamento externo, tende a terminar em crise de balanço de pagamentos. Entretanto, tende a ocorrer uma elevada substituição de poupança interna por externa, de forma que o aumento da taxa de investimento é muito pequeno, enquanto aumentamos consumo interno e o endividamento externo. Apenas nos raros casos em que o país está experimentando elevada taxa de crescimento e as oportunidades de investimento são grandes, os recursos externos não são desviados para o consumo. A crítica dessa política, que parte do pressuposto tão óbvio quanto equivocado de que “os países ricos

em capital devem transferir seus capitais para os países pobres em capital” (Bresser-Pereira e Nakano, 2003; Bresser-Pereira, 2004; Bresser-Pereira e Gala, 2007) completa-se agora com o conceito de desenvolvimento econômico como transferência de trabalho para setores com mais alto valor adicionado per capita e com a análise ampliada da doença holandesa a impedir essa transferência. A tendência à sobre-apreciação da taxa de câmbio é um desafio fundamental para os países em desenvolvimento, mas essa tendência pode ser neutralizada de forma a permitir que os países de renda média logrem o *catch up*. Nesse processo, porém, os países dinâmicos, que conseguem manter competitiva sua taxa de câmbio para bens com maior valor adicionado per capita, tendem a realizar grandes superávits comerciais e em conta corrente que desequilibram a economia mundial. Fica claro, assim, que a falha de mercado que a doença holandesa representa não atinge apenas os países em desenvolvimento: atinge a todos. E que o desafio que ela coloca não é apenas para os economistas e formuladores de políticas econômicas nos países em desenvolvimento, mas em todos os países.

#### DOENÇA HOLANDESA NO BRASIL

Antes de se conhecer o que era a doença holandesa, como faziam os países produtores de produtos primários que queriam iniciar sua industrialização para impedir a taxa de câmbio apreciada? A estratégia fundamental foi a da proteção à indústria infante, acompanhada mais tarde por subsídios à exportação de bens industriais de maior valor adicionado per capita. Como os dirigentes desses países não conheciam a teoria da doença holandesa, mas de alguma forma percebiam seus efeitos, concentraram sua atenção na proteção. Durante um longo período os políticos e economistas dos países atrasados (em relação à Inglaterra), a partir de Alexander Hamilton, nos Estados Unidos, e de Friedrich List, na Alemanha, enfrentaram a doença holandesa com a proteção tarifária cuja imposição corresponde, do lado das importações, a uma depreciação. Se, por outro lado, se estabelecem subsídios à exportação de produtos manufaturados, deixando-se a taxa de câmbio nominal só para a exportação de bens que são origem de doença holandesa, como fez o Brasil no seu período de alto crescimento, entre 1930 e 1980, teremos implicitamente um imposto sobre a exportação daqueles produtos que neutraliza a doença holandesa. Não era essa a intenção dos formuladores de política econômica, mas sim desafiar a lei das vantagens comparativas do comércio internacional que a Inglaterra e os demais países ricos usavam de

forma ideológica para neutralizar a capacidade competitiva dos países pobres. Foi só no final dos anos 1940 que, no plano teórico, Prebisch, Furtado e Hans Singer foram afinal capazes de formular a crítica dessa lei. Os países não percebiam, entretanto, que, ao estabelecer um complexo mecanismo de proteção e de subsídios, na prática estavam depreciando a taxa de câmbio efetiva — ou seja, a taxa de câmbio média que resulta dessas intervenções particulares; estavam, portanto, neutralizando a doença holandesa.

No caso do Brasil, no período de 1930 a 1980, produtos como o café, a cana-de-açúcar, a madeira, o cacau, a laranja, a soja e o ferro pressionavam a taxa de câmbio para baixo, mas o sistema protecionista a colocava no lugar, ainda que de uma forma canhestra e muitas vezes arbitrária. Durante um certo tempo, foi usado um sistema de câmbios múltiplos, que a partir do final dos anos 1950 foi substituído por um sistema tarifário. O governo não impunha imposto sobre a exportação, porque não se sentia com poder político para tanto, mas através do “confisco cambial”, implícito em se estabelecer tarifas de importação e subsídios na exportação de bens manufaturados, esse imposto na prática era adotado.<sup>6</sup> Somava-se a isso uma série de medidas de política industrial dos mais variados tipos que acabavam por determinar uma taxa de câmbio efetiva que neutralizava a doença holandesa tornando-se, assim, compatível com a transferência de trabalho para os setores com maior valor adicionado per capita. Conforme mostrou Gabriel Palma (2004), a economia brasileira só logrou se desenvolver entre 1930 e 1980 porque adotou uma política estruturalista de proteção e uma política industrial que impediam que a doença holandesa atuasse. Essa política foi mantida durante os anos 1980, mas essa década foi a da grande crise da dívida externa (provocada pela outra causa de apreciação do câmbio: a política de crescimento com poupança externa) e da alta inflação inercial que tomou conta do país. No início dos anos 1990, porém, a política de neutralização da doença holandesa foi radicalmente abandonada: no próprio ano de 1990 começou uma acelerada abertura comercial que implicava, na prática, uma apreciação da taxa de câmbio efetiva; em 1992 foi aceita a abertura da conta de capitais que significava a renúncia do Brasil em administrar a taxa de câmbio e impedir sua apreciação pelo controle da entrada de capitais. Não bastasse isso, a partir de 1994 o país passa a adotar formalmente a política de crescimento com poupança externa que irá apreciar ainda mais o real. Ocorre

---

<sup>6</sup> O estabelecimento de subsídios à exportação de manufaturados, que completava o sistema, só começou a ser feito a partir do final dos anos 1960.

então um processo de desindustrialização muito diferente do que vem ocorrendo nos países ricos. Enquanto nesses países a desindustrialização implica transferência de trabalho para setores com maior conteúdo mercadológico e tecnológico, no Brasil a desindustrialização é regressiva, é consequência da doença holandesa e da política de atrair poupança externa; é um processo de transferência da mão-de-obra para setores agrícolas e mineradores, agroindustriais, e industriais tipo maquiladora caracterizados por baixo valor adicionado per capita: a “desindustrialização prematura” torna-se assim fonte fundamental da quase-estagnação.

Venho há algum tempo identificando a apreciação relativa da taxa de câmbio, provocada pela combinação da doença holandesa com a política de crescimento com poupança externa, como sendo uma causa fundamental da quase-estagnação brasileira dos últimos 26 anos. Entretanto, os representantes corporativos das atividades econômicas que dão origem à doença holandesa, particularmente ligados ao agronegócio, e, naturalmente, a ortodoxia convencional, negam sua existência — os primeiros porque sabem que a forma mais simples que o país tem de neutralizar o problema é impondo imposto de exportação sobre o produto (sem, naturalmente, tirar a rentabilidade da exportação);<sup>7</sup> os segundos porque estão permanentemente interessados em câmbio valorizado nos países concorrentes. Na verdade, um imposto de exportação bem dosado, que acompanhe a cotação internacional do produto, reduz muito pouco a rentabilidade porque, se o país tiver algum peso internacional na produção do bem, esse imposto contribuirá para defender os preços em dólares dos bens exportados, e, principalmente, porque para os produtores, o imposto é diretamente compensado pela depreciação da moeda local que esse imposto ajuda a provocar.<sup>8</sup> Em seus argumentos, os “adversários” da doença holandesa procuram mostrar que as exportações industriais continuam elevadas apesar da apreciação cambial ocorrida a partir de 2003, mas em relação a esse fato dois tipos de consideração são necessários. O primeiro e mais importante é que, para determinar se a economia brasileira está ou não sendo vítima da maldição dos recursos naturais, é preciso

---

<sup>7</sup> É o que está acontecendo atualmente na Argentina, que estabeleceu impostos de exportação sobre seus produtos agrícolas e pecuários, os quais, entretanto, conservam alta rentabilidade.

<sup>8</sup> A lógica do imposto sobre a exportação de bens que originam a doença holandesa é essa. O imposto implica um aumento do custo marginal da produção do bem, ou seja, um aumento do custo que levou a taxa de câmbio a convergir para ele e assim ficar sobre-apreciada em relação à taxa necessária para outros bens com alto valor adicionado per capita.

adotar um período de análise mais amplo; é preciso saber qual era a taxa de câmbio real efetiva antes do início dos anos 1990, quando houve a abertura comercial que implicava uma redução da taxa de câmbio efetiva, em virtude da forte redução das tarifas de importação e a eliminação dos subsídios de exportação. Se a taxa de câmbio antes desse período era substancialmente maior do que a atual, que parece compatível com o equilíbrio intertemporal da conta corrente, teremos hoje doença holandesa não neutralizada pela administração da taxa de câmbio. Os dados a respeito não deixam dúvida. A taxa de câmbio média real nos anos 1980 foi de R\$ 3,11 por dólar; baixou para R\$ 2,08 nos anos 1990, e no final de 2006 girava em torno de R\$ 2,15.<sup>9</sup> Estes dados já são indicadores de apreciação do câmbio causada por doença holandesa, já que não há nenhuma razão para afirmar que a produtividade das exportações brasileiras de bens de alto valor adicionado per capita aumentou muito mais que a dos concorrentes fora do país. A apreciação entre os anos 1980 e 2006, porém, foi maior que 19,6%, porque aos R\$ 3,11 dos anos 1980 é preciso acrescentar pelo menos 20% para passar da taxa de câmbio real para a taxa de câmbio real efetiva, pois houve forte diminuição da proteção provocada pela abertura cambial.<sup>10</sup> Feita essa correção, a taxa média de câmbio nos anos 1980 foi de R\$ 2,73 e a apreciação, daquele período para 2006, de 42,3%.

Em segundo lugar, a doença holandesa não impedirá a manutenção de um parque industrial e a exportação de produtos manufaturados, desde que as empresas se transformem gradualmente em “maquilhas”, limitando-se a montar bens importados com o uso de mão-de-obra barata e pouco qualificada. É por essa razão que o conteúdo tecnológico das exportações industriais brasileiras está baixando em termos absolutos, e principalmente em relação ao conteúdo tecnológico e mercadológico dos bens importados pelo Brasil.<sup>11</sup>

---

<sup>9</sup> Fonte: Fiesp, Depecon.

<sup>10</sup> A proteção tarifária nos anos 1980 era de cerca de 45% e hoje baixou para cerca de 15%, de modo que a diferença é de 30%. Os 20% a mais sobre a taxa de câmbio real para chegar à efetiva nos anos 1980 é, portanto, uma porcentagem conservadora. Utilizando-a, teríamos uma taxa de R\$ 3,73, e, assim, uma apreciação do real em relação aos anos 1980.

<sup>11</sup> Desde 1990, setores como o químico e o eletroeletrônico vêm apresentando um descompasso entre o aumento das exportações e o das importações muito forte; o déficit setorial é um claro indicador da diminuição relativa do conteúdo tecnológico de nosso comércio externo (Alem, Mendonça de Barros e Giambiagi, 2002). Por outro lado, o IEDI (2006) mostrou que nos anos 2000 continua a baixar o conteúdo tecnológico de nossas exportações.

Em 2006 a economia brasileira bateu o recorde de saldo comercial de sua história: foram US\$ 46,1 bilhões de superávit e US\$ 137,5 bilhões de exportações. Nesse desempenho favorável os sintomas da doença holandesa aparecem de várias formas. No fraco aumento das exportações brasileiras de manufaturados, por exemplo, que em 2006 aumentaram apenas 3,3% contra 9,9% de aumento das exportações de manufaturados pelos países em desenvolvimento.<sup>12</sup> Mais importante, porém, é examinar a origem do saldo comercial: 93% derivaram, em 2006, do agronegócio.<sup>13</sup> Se considerarmos também o saldo das exportações de minérios e correlatos como o aço, essa porcentagem certamente será maior, nada sobrando de saldo exportador para os manufaturados com maior valor agregado. O saldo comercial total da indústria (que inclui a parte industrial do agronegócio) caiu de US\$ 30,9 para US\$ 29,5 bilhões; mais significativo que essa queda, porém, é o fato de que houve déficit em vez de saldo na balança comercial do segmento de alta tecnologia e que esse déficit aumentou, de dezembro de 2005 para dezembro de 2006, de US\$ 8,4 para US\$ 11,8 bilhões.<sup>14</sup> Em 2006 a produção industrial intensiva em tecnologia aumentou 8,5% — três vezes mais do que os 2,8% do índice geral, mas quando vemos a balança comercial do setor, constatamos que as exportações cresceram apenas 6,8% contra um aumento de 24% nas importações, de forma que o déficit comercial do setor aumentou 40% em relação ao ano anterior.<sup>15</sup>

Não obstante a análise de médio prazo, que tem como divisor de águas a abertura comercial e financeira no início dos anos 1990, estes dados de curto prazo são também indicações da doença holandesa e da transformação da indústria brasileira em indústria “maquila”: continua a exportar manufaturados, mas com componente nacional de alto valor agregado per capita cada vez menor. Dessa forma, o desempenho exportador brasileiro, e mais amplamente todo o comércio exterior brasileiro, dão sinais não de uma doença holandesa radical como a de um país exportador de petróleo, que impede qualquer outra produção de bens comercializáveis, mas de uma doença suficientemente significativa para manter a economia brasileira quase-estagnada.

---

<sup>12</sup> Fonte: Boletim do IEDI, dezembro de 2006.

<sup>13</sup> Fonte: Ministério da Agricultura; *O Estado de S. Paulo*, 6/1/2007.

<sup>14</sup> Fonte: IEDI, “Desempenho da balança comercial”, janeiro de 2007.

<sup>15</sup> *Carta do IEDI*, fevereiro de 2007.

Nos anos 1990, a ortodoxia convencional passou por mudanças fundamentais não previstas no Consenso de Washington da segunda metade dos anos 1980. Williamson excluía expressamente do seu consenso a abertura da conta de capitais e a flutuação do câmbio. A nova ortodoxia convencional, embalada pela ideologia da globalização financeira, tem nessa abertura e na dolarização (em um primeiro momento) ou, então, na flutuação total do câmbio (em um segundo momento) seus pilares.<sup>16</sup> Varia assim de um extremo ao outro. A antiga ortodoxia atribuía grande papel à taxa de câmbio e propunha sua desvalorização sempre que havia crise; a nova ortodoxia dos anos 1990 quer a taxa de câmbio fixa para servir de âncora nominal contra a inflação (daí a dolarização), ou, quando esta fracassa, seu oposto, a plena flutuação, que teoricamente evitaria qualquer crise e é mais coerente com seu fundamentalismo de mercado. Na antiga ortodoxia o objetivo fundamental do FMI era evitar crises de balanço de pagamentos, para isso procurando limitar o endividamento externo; na nova ortodoxia, essa agência passava a concorrer com o Banco Mundial em promover o desenvolvimento econômico através do recurso à poupança externa. A nova ortodoxia convencional teria conseqüências desastrosas para os países que a aceitaram; não obstante, foi adotada prontamente pelas elites da grande maioria dos países em desenvolvimento, seja porque a hegemonia ideológica neoliberal tenha sido total nos anos 1990, seja porque, aparentemente, não implicava nenhum custo — apenas benefícios.

No final dos anos 1990 a ortodoxia convencional vai novamente sofrer correções, como a da passagem da dolarização, ou seja, do câmbio absolutamente fixo, para o câmbio flutuante, mas vai permanecer fiel à sua proposta de política de crescimento com poupança externa. Serão os países em desenvolvimento que, tendo aprendido algo com as crises, passam a rejeitar essa política e a realizar grandes superávits em conta corrente. Seja por esse motivo, seja porque o mundo atravessa um período de grande prosperidade, as crises desaparecem do mapa, e a carteira de empréstimos do FMI cai para menos de um terço: estava em torno de US\$ 70 bilhões no final dos anos 1990, baixou para cerca de US\$ 20 bilhões em 2006.

---

<sup>16</sup> Em um debate com John Williamson, Stanley Fischer sugeriu a inclusão da abertura financeira, e Williamson respondeu que não a considerava necessária nem incluída no consenso.

Nos anos 1990, a ortodoxia convencional, em vez de dizer o que os países em desenvolvimento deveriam fazer para ajustar e estabilizar suas economias como havia feito durante a crise da dívida externa, anunciava o que deveriam fazer para crescer. A receita era simples: bastaria que adicionassem ao ajuste fiscal e à abertura comercial a abertura da conta de capitais para, assim, se credenciarem para receber a poupança externa. Em outras palavras, à globalização comercial que estava já em pleno curso, e que interessava aos países de renda média, a ortodoxia convencional anunciava que era necessário acrescentar a globalização financeira e assim “completar” as reformas. Poupança externa tornava-se a idéia central dos novos tempos: em lugar do “desenvolvimento *cum* dívida” dos anos 1970, teríamos agora o “desenvolvimento *cum* poupança externa”; ou seja, teríamos a mesma coisa (aumento da dívida externa financeira ou patrimonial) com outras palavras e com novos instrumentos financeiros — em vez de empréstimos realizados pelos bancos, emissão de títulos.

Como toda ideologia bem-sucedida, a política de crescimento com poupança externa tem um enunciado simples — e aparentemente razoável. Pode ser resumida em uma frase composta de três termos. O primeiro termo, ou a premissa (“nós compreendemos que vocês não têm mais recursos para financiar seu desenvolvimento”), tem apenas aparência de verdade, mas países como o Brasil, o México ou a China têm recursos para se desenvolver. No Brasil, mesmo no auge do crescimento com poupança externa, três quartos dos investimentos eram financiados por poupanças domésticas. O grande desenvolvimento do país entre 1930 e 1960 foi essencialmente realizado com recursos internos.

O segundo termo, ou as duas condições (“mas não se preocupem, façam o ajuste fiscal e as reformas”), é o mais razoável dos três termos no que diz respeito ao ajuste fiscal; em relação às reformas, depende do tipo de reforma, como discutido anteriormente.

O mais grave da nova versão da ortodoxia convencional, porém, está no seu terceiro termo — na sua conclusão. Cumpridas as duas condições, a frase conclui: “nós financiaremos seu desenvolvimento com poupança externa, se possível com investimento direto”. Aí está a armadilha que levou a maioria dos países em desenvolvimento, já altamente endividados no final dos anos 1980, a pouco crescerem nos anos 1990; aí está a origem das crises de balanço de pagamentos, cujo caso-limite foi o da Argentina; aí está uma causa básica da equivocada decisão brasileira de desconsiderar o problema do desequilíbrio externo em seguida ao Plano Real; aí está a explicação principal para o fato de o Brasil haver entrado em duas crises de balanço de pa-

gamentos: uma em 1998, no final do primeiro quadriênio do governo Fernando Henrique Cardoso, a outra em 2002, no final do segundo quadriênio.

De acordo com a ortodoxia convencional, o financiamento seria feito com “poupança externa, se possível com investimentos diretos”. A dívida patrimonial é menos perigosa do que a dívida financeira, porque não conta no cálculo dos índices de endividamento em virtude de sua menor liquidez. Seu custo, porém, em termos de remessas de divisas, é maior. Além disso, o país em desenvolvimento está cedendo seu mercado a países ricos sem contrapartida — uma contrapartida que sempre existe entre os países ricos.<sup>17</sup> Se houvesse a garantia de que o recurso do investimento direto, em termos líquidos, seria usado para aumentar a taxa de acumulação de capital, haveria ainda uma justificativa, mas essa garantia não existe para recursos financeiros que são fungíveis. Assim como acontece com os empréstimos, os investimentos diretos (que são apenas uma forma de financiamento) que financiam déficit em conta corrente acabam quase sempre financiando consumo, não investimento. Os países ricos recebem investimentos diretos, mas o objetivo não é financiar nem déficit em conta corrente nem aumento do investimento, já que os investimentos diretos desses países se compensam entre si, e sim aumentar a concorrência e absorver tecnologia. Além disso, eles conhecem os perigos do crescimento com endividamento. A Grã-Bretanha, no século XIX, utilizou com frequência o endividamento como estratégia para reduzir à condição colonial países que lhe interessavam.<sup>18</sup> Os próprios países ricos não utilizaram a não ser marginalmente poupança externa para crescer (a história de que os Estados Unidos cresceram assim no século XIX é mera lenda), mas, repetindo a estratégia clássica do “faça o que eu mando e não o que eu faço” (Ha-Joon Chang, 2002 [2004]), a ortodoxia convencional não tem dúvida em aconselhar os países em desenvolvimento a usarem investimentos diretos e empréstimos para financiar déficit em conta corrente, ou seja, para financiar endividamento crescente.

---

<sup>17</sup> Uma contrapartida que hoje, na prática, também a China logra, já que os grandes investimentos diretos que recebe não são usados para financiar déficit em conta corrente.

<sup>18</sup> Em 1882, por exemplo, os banqueiros ingleses e de outros países europeus, com a conivência de seus governos, fizeram empréstimos ao vice-rei Ismail, destinados a financiar seus projetos suntuosos e grandiosos, a taxas de juros elevadas que inviabilizavam seu pagamento. Quando o *default* se confirmou, a Grã-Bretanha encontrou aí uma desculpa para intervir e declarar que não suspenderia a intervenção mesmo com o pagamento das dívidas. O Egito permaneceu sob o domínio do Império Britânico até que Gamal Abdel Nasser liderou a independência do país em 1952.

Nos anos 1990 a taxa de câmbio tendeu a se manter em nível apreciado e a provocar crises em um bom número de países em desenvolvimento devido à adoção da política de crescimento com poupança externa então recomendada fortemente pela ortodoxia convencional. Nessa década, a tese de que os países ricos em capital devem transferir recursos para os pobres em capital e, portanto, que estes devem crescer com poupança externa passou a desempenhar, no plano da teoria econômica, o papel de neutralizar a capacidade de concorrência internacional e de crescimento dos países de renda média — esse papel fora, durante um século e meio, desempenhado pela lei das vantagens comparativas do comércio internacional usada de forma ideológica.

Até os anos 1960, a política de crescimento com poupança externa era antes uma tese teórica, já que os países ricos limitavam grandemente os empréstimos externos aos países em desenvolvimento; a partir, porém, dos anos 1970, quando os bancos internacionais se sentem mais seguros em realizar empréstimos e dispõem de recursos abundantes originados dos “petrodólares”, o quadro muda: a política de crescimento com poupança externa passa gradualmente a substituir a lei das vantagens comparativas no papel de neutralizar os esforços dos países em desenvolvimento para crescer. Até então a lei das vantagens comparativas, além de ser um dos monumentos da teoria econômica, era o instrumento ideológico usado pelo imperialismo para exercer sua dominação — para neutralizar as tentativas dos países atrasados de proteger sua indústria infante. A Inglaterra foi a primeira a usá-la contra os países atrasados da Europa. Depois, os países ricos a usaram contra os países em desenvolvimento. Nos anos 1940, Raul Prebisch, Celso Furtado e Hans Singer fizeram a crítica dessa teoria. Contraditoriamente, porém, os pioneiros da “teoria econômica do desenvolvimento” (*development economics*) também acreditavam na necessidade de crescimento com poupança externa. A teoria do *big push* ou do “desenvolvimento equilibrado” dos anos 1940 não é outra coisa.<sup>19</sup> Essa mesma tese se encontra na teoria

---

<sup>19</sup> A teoria econômica do desenvolvimento (*development economics*), desde seu *paper* fundador (Rosenstein-Rodan, 1943), está apoiada nessa tese: o *paper* de Lewis (1954 [1958]) e o modelo de dois hiatos de Chenery e Bruno (1962) são paradigmáticos; a teoria estruturalista latino-americana, que é uma versão da teoria econômica do desenvolvimento, também a adotou a partir de Prebisch (1963); para a teoria keynesiana, ver McCombie e Thirlwall (1994), McCombie (1997) e Porcile e Tadeu Lima (2006), que retomam o conceito estruturalista de elasticidade-renda das importações superior à das exportações.

estruturalista da Cepal, que defendia a proteção à indústria infante mas não se apercebia do caráter estratégico da taxa de câmbio, e se torna central na teoria da “dependência associada” do final dos anos 1960.<sup>20</sup> Não está presente na teoria keynesiana porque nela a poupança resulta do investimento, mas os keynesianos também não fizeram uma crítica do crescimento da poupança externa.

No caso do Brasil, os empréstimos e investimentos externos facilitaram a aceleração da taxa de crescimento que ocorreu entre 1968-1973 (o breve período do “milagre”), mas, em seguida, levaram o país à grande crise da dívida externa. Essa mesma crença reapareceu com toda a força no início dos anos 1990, no bojo da ortodoxia convencional. A partir dos anos 1970, quando os primeiros NICs (*newly industrialized countries*) passaram a exportar manufaturados para os países ricos, começou a ficar claro que eram estes últimos que precisavam se proteger desses novos países industrializados que usavam sua mão-de-obra barata para exportar. Como, então, neutralizar essa ameaça ou essa sensação de ameaça?<sup>21</sup> Nos próprios anos 1970 (que são a década do fim dos Anos Dourados do capitalismo e do início da ofensiva ideológica neoliberal), os países ricos do Norte encontraram uma das respostas a essa questão na política de crescimento com poupança externa.

Até os anos 1980, a tese da ortodoxia convencional era a da abertura comercial — era, pois, o apoio à globalização comercial. Estava, entretanto, ficando claro que esse tipo de globalização só poderia ser vantajosa para os países ricos se fosse combinada com uma série de medidas que reduzissem o espaço de políticas dos países de renda média, como o fizeram no quadro das negociações da Rodada do Uruguai da OMC (Wade, 2003; Chang, 2006). Após a crise da dívida externa, porém, o mundo rico e suas agências internacionais perceberam que o mais importante para neutralizar a capacidade competitiva dos países de renda média através da OMC era a abertura da conta de capitais combinada com a política de crescimento com poupança externa — era, portanto, a globalização financeira. Enquanto a abertura fi-

---

<sup>20</sup> Em Cardoso e Faletto (1969 [1970]), os autores, embora reconhecendo que até os anos 1950 a América Latina havia crescido com poupança interna, afirmam que a partir dos anos 1960 só poderia crescer com poupança externa; para uma discussão recente do problema, ver Bresser-Pereira (2005c).

<sup>21</sup> Digo “sensação de ameaça” porque, embora sabendo que os países de renda média que se valem de sua mão-de-obra barata para exportar manufaturados representam uma séria concorrência para os países ricos, podendo mesmo provocar mudanças estruturais nesses países, não creio que o *catch up* em que estão envolvidos realmente prejudique.

nanceira levava os países a perderem a possibilidade de administrar sua taxa de câmbio, a política de atrair capitais, além de lhes dar mais segurança, já que esses capitais passavam a ser vistos como essenciais ao crescimento, assegurava que a taxa de câmbio se apreciaria.

De acordo com a ortodoxia convencional, em sua versão pós-crise da dívida externa e pós-Plano Brady,<sup>22</sup> utilizar poupança externa e promover a abertura da conta de capitais passa a ser a estratégia mais racional e expedita para que os países em desenvolvimento voltassem a crescer. Quanto mais os países de renda média aceitaram essas duas teses combinadas, mais se fragilizaram financeiramente, e, no limite, foram levados à crise de balanço de pagamentos. Mesmo alguns países asiáticos, que no passado haviam demonstrado autonomia em relação aos países ricos, como a Coreia do Sul, a Malásia e a Indonésia, aceitaram tornar-se “mercados emergentes” — o novo nome que os países de renda média receberam então. O resultado foi que também eles passaram por crises de balanço de pagamentos. No processo de financiamento e endividamento externo, essa forma de neutralização não-intencional, mas efetiva, do desenvolvimento de países concorrentes dotados de mão-de-obra barata não estava ainda clara para os países ricos. Ficará clara no início dos anos 1990, quando se inicia mais uma onda de fluxos de capital para os países em desenvolvimento, agora chamados de “mercados emergentes”. A idéia nasce no próprio Tesouro dos Estados Unidos e é imediatamente incorporada pelo FMI e pelo Banco Mundial.<sup>23</sup>

Naturalmente o objetivo que os autores da nova política lhe atribuíam não era a neutralização da concorrência, mas “ajudar” os países em desenvolvimento; na prática, era a forma natural, em grande parte inconsciente, pela qual os poderosos definem como “bom” para os outros o que é bom para eles. Para os governos dos países ricos, representados pelas agências internacionais em Washington, e principalmente para as empresas multinacionais financeiras e comerciais daqueles países, a idéia de uma competição dos países de renda média pelos seus recursos era atrativa porque lhes dava mais poder. Para as empresas multinacionais, a idéia de serem disputadas ao invés de sofrerem restrições, como antes acontecia, era ainda mais atrativa,

---

<sup>22</sup> O Plano Brady, assim nomeado por ter partido do secretário do Tesouro norte-americano Nicholas Brady, em 1989, equacionou em parte o problema da dívida externa ao permitir que os países altamente endividados transformassem suas dívidas em títulos (securitização) com um pequeno desconto.

<sup>23</sup> O subsecretário do Tesouro norte-americano, nesse momento, é Lawrence Summers. Anteriormente ele havia sido economista chefe do Banco Mundial.

porque lhes dava mais segurança. Para os países ricos, uma taxa de câmbio mais apreciada nos seus concorrentes só os beneficiava.

Naquele momento, no início dos anos 1990, logo após a queda do muro de Berlim, os Estados Unidos estavam no auge de seu prestígio e poder. Os países em desenvolvimento, por sua vez, estavam enfraquecidos pela crise da dívida externa e pela alta inflação que ocorreu em vários deles, particularmente no Brasil. Assim, a aceitação da globalização financeira pelos países em desenvolvimento foi ampla; parecia inclusive um complemento natural da globalização comercial, ou seja, a abertura da conta de capitais parecia passo evidente após a abertura comercial que já ocorrera. Quanto mais dependente fosse o país, mais rapidamente aceitava a proposta tentadora vinda do Norte de crescer com poupança externa, ou seja, com déficits em conta corrente. Alguns países asiáticos mais sólidos, ou mais prudentes, não se deixaram enganar. Outros se curvaram à hegemonia ideológica, aceitaram a estratégia, incorreram em elevados déficits em conta corrente e, afinal, sofreram a grave crise de balanço de pagamentos em 1997. Aprenderam, porém, rapidamente, desvalorizando suas moedas e voltando imediatamente a apresentar superávits em conta corrente. Já o Brasil, como aconteceu com quase todos os países da América Latina, entrou fortemente na competição pela poupança externa, enfrentou crises de balanço de pagamentos e não se desenvolveu.

Não obstante o peso da hegemonia ideológica inglesa, e a força de seu argumento principal — a lei das vantagens comparativas do comércio internacional —, os países em desenvolvimento sempre souberam que a proteção da indústria infante era essencial na primeira fase de sua industrialização. Muitos dos seus líderes conheciam o papel que Alexander Hamilton atribuiu a ela nos Estados Unidos no início do século XIX. O livro de Friedrich List, de 1846, no qual ele defendeu a proteção para as indústrias infantis e identificou o uso da lei das vantagens comparativas do comércio internacional como uma prática de “chutar a escada” de países como a Alemanha, que haviam se atrasado no seu desenvolvimento econômico, havia sido lido por muitos políticos, economistas e empresários na América Latina.<sup>24</sup> Entretanto, embora desde os anos 1970, no plano da política econômica, a causa fundamental pela qual muitos países de renda média como o Brasil não venham alcançando os países ricos seja a adoção dessa combinação de aber-

---

<sup>24</sup> Roberto Simonsen, por exemplo, que foi provavelmente o primeiro defensor articulado da indústria nacional, usou insistentemente esse livro em seus trabalhos (Cepeda, 2004).

tura da conta capital e crescimento com poupança externa, a crítica a essa política atrasou-se.

Houve alguma crítica à abertura financeira. Deepak Nayyar (2003: 74), por exemplo, assinala que “a liberalização financeira [...] foi associada com a emergência de uma nova classe de rentistas, e a inevitável concentração de propriedade de ativos financeiros provavelmente contribuiu para a piora da distribuição de renda”. No entanto, os críticos da abertura da conta de capitais não estenderam sua crítica à política de crescimento com poupança externa, porque continuava a parecer “óbvio” que “os países ricos, abundantes em capital, devem transferir seus recursos aos países pobres em capital”. Ora, nada é mais importante para os países em desenvolvimento do que dar um papel central no desenvolvimento econômico ao mais estratégico dos preços macroeconômicos — a taxa de câmbio — e fazer a crítica dessa política de crescimento com poupança externa. Enquanto países como a China e a Índia mantêm o controle sobre os fluxos financeiros e a taxa de câmbio e crescem sustentadamente, nos anos 1990, no Brasil, como aliás nos demais países latino-americanos a não ser o Chile, a taxa de câmbio se manteve relativamente apreciada devido ao excessivo influxo de capitais chegando a esses países sem controle. Só depois das crises de balanço de pagamentos do final da década alguns deles mudaram sua política. Antes, foi justamente a partir da abertura da conta de capitais e da adoção formal da política de crescimento com poupança externa — no início dos anos 1990 — que a taxa de câmbio iniciou este movimento de apreciação. Existe uma enorme sobra de capitais mal remunerados em todo o mundo em busca de aplicações mais rentáveis. Os países em desenvolvimento que abrem sua conta de capitais e que adotam a política de crescimento com poupança externa proposta pelos países credores vêem suas pequenas economias serem inundadas de capitais de todos os tipos, que pressionam a taxa de câmbio para baixo. Para impedir a valorização do câmbio, os países em desenvolvimento não têm alternativa senão criar barreiras à entrada de capital ou comprar reservas.

Os países asiáticos, inclusive aqueles que por um breve período abriram sua guarda e entraram em crise, têm usado uma ou outra alternativa para impedir a valorização das suas moedas. O fato de sua distribuição de renda ser mais equilibrada não os força ao populismo cambial, ao contrário do que acontece com os países latino-americanos.<sup>25</sup> Entre estes, só o Chile adotou

---

<sup>25</sup> Os próprios Tigres Asiáticos baixaram sua guarda no início dos anos 1990, o que os levou à crise de 1997. Diante da crise, porém, esses países, que tinham na época cerca de

a política de controle de entrada de forma consistente nos anos 1990. Em 2005, porém, rendeu-se à pressão norte-americana e aos interesses de curto prazo de exportadores e assinou um contrato bilateral de livre comércio com os Estados Unidos. Nesse acordo, a primeira condição estipulada é a da proibição de controles de entrada de capital. Ou seja, o Chile aceitou não mais administrar a sua taxa de câmbio. Por isso, e porque os preços do cobre subiram, a taxa de câmbio vem se apreciando perigosamente no Chile. Não será surpresa que seu desempenho econômico se deteriore nos próximos anos.

Através da extensão da globalização financeira aos países em desenvolvimento, ou, mais especificamente, da adoção por eles da política de crescimento com poupança externa e abertura da conta de capitais, materializa-se o processo não-deliberado, mas efetivo, de neutralização da capacidade competitiva dos países dotados de mão-de-obra barata. Esse processo pode ser dividido em três estágios. No primeiro, os déficits em conta corrente provocam um processo de substituição da poupança interna pela externa. Ao sucederem os déficits em conta corrente, o endividamento externo financeiro ou patrimonial (derivado de investimento direto) do país aumenta de forma que, no segundo estágio, o país se torna endividado, fragilizado financeiramente e, por isso mesmo, dependente financeiramente do exterior: qualquer suspensão da rolagem da dívida pode levar a uma crise de balanço de pagamentos; em consequência, o país se vê ou se sente compelido à prática da política do *confidence building*, ou seja, a adotar as recomendações vindas dos credores sem submetê-las à devida crítica com base no critério do interesse nacional. O terceiro estágio é o da crise: seja porque os índices de endividamento externo em relação ao PIB ou em relação às exportações aumentaram demais, ou porque estão se acelerando perigosamente, os credores, que já estavam piorando sua classificação de risco, decidem subitamente suspender a rolagem da dívida; o país começa a perder reservas e afinal não tem alternativa senão a moratória branca.

Há, porém, uma circunstância na qual a poupança externa contribui para o desenvolvimento econômico, ao invés de prejudicá-lo. Nos raros momentos em que o país já está crescendo muito rapidamente e, por isso mes-

---

US\$ 200 bilhões, desvalorizaram suas moedas e hoje suas reservas acumuladas somam perto de US\$ 1 trilhão. Evidentemente compraram reservas para evitar que, diante do influxo de recursos provenientes não apenas das exportações aumentadas, mas também da retomada dos fluxos de capitais, a taxa de câmbio voltasse a se valorizar. A China, cuja taxa de crescimento é há muitos anos excepcional, mantém os movimentos de capitais controlados e a taxa de câmbio relativamente desvalorizada.

mo, vem apresentando elevadas perspectivas de lucro para os investidores, o recurso à poupança externa pode ser válido durante algum tempo, porque o aumento de salários decorrente da apreciação do câmbio não vai todo para o consumo. A propensão marginal a consumir diminui e uma parte substancial da renda adicional é investida pela classe média, atraída pelo retorno particularmente favorável. Esta, porém, é uma situação singular. A última vez em que ela claramente se configurou no Brasil foi no “milagre” de 1968-1973.

#### SUBSTITUIÇÃO DE POUPANÇAS: UM MODELO

A experiência brasileira pós-Plano Real, que acabei de sumarizar, pode em grande parte ser explicada pela política de crescimento com poupança externa, que a ortodoxia convencional continua a defender. É verdade que as crises de balanço de pagamentos que ocorreram nessa década e que foram coroadas pela crise da Argentina em 2001, levaram seus representantes a se tornar mais cuidadosos. Mas o pressuposto de que países ricos em capital devem transferir seus recursos para países pobres em capital continua a ser um de seus pilares. Minha crítica é precisamente a esse pressuposto, que é tão óbvio quanto enganador. A economia, como as demais ciências, está cheia de situações como essa, em que é preciso às vezes rejeitar o que parece ser o senso comum. É preciso não confundi-la com a crítica à abertura da conta de capitais.

Sobre o tema da abertura financeira e dos fluxos de capital desenvolveu-se um amplo debate entre os economistas — alguns críticos da liberalização, outros, entusiastas. Estes últimos partiam do pressuposto neoclássico de que toda liberalização é benéfica, afirmavam que a liberalização financeira é tão necessária para o desenvolvimento quanto a liberalização comercial e deve ocorrer ao mesmo tempo. Entre os trabalhos críticos, um dos mais significativos foi o de Rodrik (1998), que demonstrou não haver evidência de que países sem controles de capitais cresçam mais. Trabalho significativo por sua origem foi o de Prasad, Rogoff, Shang-Jin e Khose (2003), no qual os quatro economistas ligados ao FMI concluíram que não havia nenhuma evidência de que a globalização financeira tivesse ajudado os países em desenvolvimento a crescer mais rapidamente.<sup>26</sup> Muitos economistas discutiram o

---

<sup>26</sup> Esse texto para discussão do FMI mostra que há uma diferença entre o que os seus

caráter desestabilizador da abertura da conta de capitais em função do aumento da volatilidade da taxa de câmbio que ela provoca. A abertura da conta de capitais, entretanto, não é suficiente para que os maus resultados se materializem. É necessário, no plano da teoria econômica do desenvolvimento, acrescentar a crítica do crescimento com poupança externa, sobre a qual não conheço nada significativo na literatura econômica. Depois de esboçar essa crítica em 1999 e 2001, a partir de 2002 escrevi uma série de trabalhos a esse respeito.<sup>27</sup> Hoje já existem trabalhos significativos sobre o assunto, em particular a pesquisa de Gala (2006), que demonstrou recentemente que os países asiáticos dinâmicos mantiveram um câmbio sistematicamente depreciado e cresceram principalmente com poupança interna; Berr e Combarous (2006), por sua vez, estudando a América Latina e o Caribe, mostraram que entre 1990 e 2003 que os países que adotaram a política de crescimento com poupança externa se enfraqueceram.<sup>28</sup> No quadro da abertura da conta de capitais, é a política de crescimento com poupança externa que pressiona a taxa de câmbio para baixo ou a aprecia. Minha crítica vai assim ao coração da ortodoxia convencional, que adota como pressuposto a necessidade de poupança externa para que os países em desenvolvimento cresçam. Pelo contrário, em condições normais, os países que adotam essa política ficam para trás.

Neste capítulo propus a existência de três estágios perversos por que passam os países que se engajam na política de crescimento com poupança externa. Não é necessário fazer aqui a crítica a essa estratégia quando ela chega ao segundo ou ao terceiro estágio, porque neles o prejuízo para o país é óbvio. Limitar-me-ei, portanto, ao primeiro estágio, quando o país ainda não chegou à crise de suspensão dos pagamentos internacionais, nem sequer

---

técnicos dizem em *papers* e as políticas recomendadas oficialmente pela instituição. Apesar das pressões a que são sujeitos, alguns economistas conseguem dizer mais em seus trabalhos do que seus superiores gostariam de ler. Pode-se imaginar que esse trabalho, embora não chegasse a fazer uma crítica direta, não foi bem recebido. E não é surpreendente que em 2006 os quatro autores publicassem pelo mesmo FMI um “reappraisal”.

<sup>27</sup> Ver Bresser-Pereira (1999 [2001], 2001, 2002, 2004b); Bresser-Pereira e Nakano (2003); Bresser-Pereira e Varela (2004); e Bresser-Pereira e Gala (2005).

<sup>28</sup> Conforme Berr e Combarous (2006: 17), “embora o discurso tenha evoluído [devido às crises de balanço de pagamentos], as práticas mantêm-se fortemente ligadas à política de crescimento com poupança externa denunciada por Bresser-Pereira (2002). Nossos resultados confirmam que semelhante abordagem enfraquece as economias latino-americanas e do Caribe e as mantêm sob a supervisão das instituições financeiras internacionais”.

se endividou a ponto de se tornar dependente dos credores, e por isso compelido à política alienante do *confidence building*, mas está sendo vítima do processo de substituição perversa da poupança interna pela externa, porque, através da apreciação da taxa de câmbio, uma parte considerável dos recursos externos, que hipoteticamente deveriam aumentar os investimentos, acabam se transformando em aumento do consumo.<sup>29</sup>

Em relação ao segundo e ao terceiro estágio, basta lembrar que há um limite para o endividamento de um país. A partir de certo limiar torna-se crescentemente perigoso continuar se endividando, principalmente em termos financeiros, mas também, ainda que em menor grau, em termos patrimoniais. A possibilidade de crise financeira, mais especificamente de crise de balanço de pagamentos, aumenta muito. Nos anos 1970, quando foi ministro da Fazenda, Mario Henrique Simonsen costumava dizer que o índice dívida externa/exportação não deveria ser maior que 2. Alguns anos mais tarde, em seu livro-texto de macroeconomia, Simonsen foi mais preciso, mas menos severo: um país devedor com um índice dívida externa/PIB inferior a 2 estaria em uma situação confortável; entre 2 e 4, sua situação seria duvidosa; acima de 4, crítica (Simonsen e Cysne, 1995). Pesquisas recentes confirmaram a primeira intuição de Simonsen. Embora seja impossível defini-lo com precisão, as pesquisas empíricas confirmam que há um limiar acima do qual a dívida externa se torna negativa para o país. O Banco Mundial definiu esse limiar pelo índice dívida/exportações, que não deveria ultrapassar 2,2, e pela relação dívida externa/PIB, que seria de 80%. A maioria dos episódios de crise de dívida ocorreu quando um desses dois limiares foi ultrapassado. Cohen foi mais estrito. Segundo ele, quando o índice de endividamento supera 2, ou a porcentagem dívida externa/PIB supera 50%, a probabilidade de reestruturação da dívida torna-se alta e o efeito negativo sobre o crescimento torna-se significativo (Cohen, 1994). Finalmente, um estudo de três economistas do FMI demonstra que, a partir do índice de endividamento 1,6-1,7, e de 35%-40% da porcentagem dívida externa/PIB, “o impacto médio da dívida sobre o crescimento da renda por habitante parece se tornar negativo”. O estudo também mostra que quando a relação dívida/exportação

---

<sup>29</sup> Para uma discussão das crises de balanço de pagamentos ou crises cambiais, ver Alves, Ferrari Filho e Paula (2004). Em sua resenha, os autores distinguem os modelos de primeira, segunda e terceira geração; esses modelos dão invariavelmente um papel central ao déficit público para explicar essas crises. Um estudante meu de PhD, Lauro Gonzáles, está escrevendo uma tese para mostrar que o papel da política de crescimento com poupança externa, e, portanto, os déficits em conta corrente são realmente o fator decisivo.

aumenta de 1 para 3, a taxa de crescimento declina 2 pontos percentuais por ano (Patillo, Poirson e Ricci, 2002).

Por outro lado, as pesquisas realizadas entre os países da OCDE, a partir do *paper* original de Feldstein e Horioka (1980), mostram que, embora esses países recebam e façam investimentos diretos entre si, quase 100% da acumulação de capital neles realizada é resultado de poupança nacional. Diante dessas evidências, os economistas neoclássicos, presos a seus preconceitos sobre a mobilidade dos capitais como sendo capaz de equilibrar automaticamente os mercados, identificaram o problema com o nome de “quebra-cabeça”: o “Feldstein-Horioka puzzle”. Entretanto, estudos posteriores demonstraram que não se tratava de um quebra-cabeça, mas de um simples problema de restrição de solvência (*solvency constraint*) de cada país. Quer dizer, os países da OCDE não se dispõem a se endividar para aumentar seus investimentos; e se se endividam para isso, o fazem de forma limitada, de modo que os investimentos nacionais são essencialmente financiados por poupança nacional.<sup>30</sup>

Voltemo-nos agora ao primeiro estágio. Por que a política de crescimento com poupança externa implica a substituição da poupança interna pela externa? E qual o papel da taxa de câmbio nesse processo?

Antes de começar a exposição do modelo é preciso lembrar que, ao contrário do que popularmente se acredita, financiamento externo e investimento estrangeiro direto não são poupança externa, mas duas formas de seu financiamento (a terceira é a diminuição de reservas). Logo, mesmo o investimento direto não significa que o investimento realmente se realize; ainda que a empresa faça os investimentos planejados, usará boa parte dos dólares trazidos do exterior na compra de bens e serviços locais, de modo que esses dólares podem afinal, na prática, ser em grande parte utilizados para consumo. É importante também assinalar que poupança externa não se adiciona à poupança interna para se obter a poupança total de um país *ex post* (que é igual ao investimento). A poupança total é igual à poupança interna; a externa é apenas o déficit em conta corrente que precisa ser financiado.

O que o modelo da crítica da política de crescimento com poupança externa afirma, essencialmente, é que os influxos de capitais para financiar o déficit em conta corrente que decorrem dessa política apreciam a taxa de

---

<sup>30</sup> Ver Rocha e Zerbini (2002) para uma *survey* da evidência. As autoras citam os estudos de Sinn (1992) e Coakley, Kulasi e Smith (1996) como evidências adicionais, além das do seu próprio estudo, de que a correlação Feldstein-Horioka não é um quebra-cabeça: apenas exprime uma *solvency constraint*.

câmbio. A apreciação relativa tenderá a ocorrer pelas forças do mercado, já que a taxa de câmbio que equilibra um déficit em conta corrente crônico é inferior à taxa de câmbio que teríamos se não houvesse déficit, se as contas externas estivessem equilibradas.<sup>31</sup> A consequência dessa apreciação do câmbio, ou dessa mudança nos preços relativos a favor dos *bens não-comercializáveis*, será, de um lado, o aumento dos salários reais sem uma contrapartida de aumentos de produtividade, além, naturalmente, do estímulo às importações e o desestímulo às exportações. Isto levará a um crescimento do consumo interno, pressuposta uma alta propensão marginal dos assalariados a consumir, e, portanto, em termos clássicos, a uma diminuição da poupança interna. Por outro lado, a apreciação do câmbio afeta a demanda. A taxa de câmbio apreciada reduz as exportações, reduzem-se os investimentos para exportar e cai a poupança. O movimento do lado da demanda é sancionado pela oferta, completando-se assim o processo de substituição da poupança interna pela externa.<sup>32</sup>

Se, ao aumentarem os déficits em conta corrente de um país, ocorrer a substituição da poupança interna pela externa, o processo inverso também ocorrerá: quando a poupança externa recebida por um país começar a diminuir, seja por deliberação, seja porque a crise de balanço de pagamentos obrigou o país a realizar um ajuste externo, a transformação gradual dos déficits em conta corrente em superávit causará a queda dos salários e do consumo interno e o aumento do investimento voltado para a exportação. Em consequência, seja da queda do consumo, seja do aumento do investimento externo, aumentará a poupança interna que, agora de uma maneira benéfica ao invés de perversa, substituirá a poupança externa porque estará ocorrendo a diminuição do endividamento externo.

Podemos ver esse processo de forma mais clara através de um simples modelo (ver Bresser-Pereira e Gala, 2005). Seu pressuposto é o de que o crescimento da renda per capita, ( $\dot{y}$ ), de um país é função principal de acumulação de capital, (I), e do progresso técnico expresso na relação produto-capital, ( $\alpha$ ):

$$\dot{y} = \alpha I / Y \quad (1)$$

---

<sup>31</sup> Não estou chamando essa taxa de taxa de câmbio de equilíbrio, para evitar o debate a respeito. É apenas uma taxa de referência que torna evidente que, quando há déficit em conta corrente, a taxa de câmbio definida pelo mercado estará apreciada.

<sup>32</sup> Devo este argumento do lado da demanda ou keynesiano a Luiz Fernando de Paula.

A questão é saber se o financiamento externo do déficit em conta corrente (ou da poupança externa) foi usado para aumentar o investimento do país e assim contribuir para o desenvolvimento, ou se a taxa de substituição da poupança interna pela externa foi alta de forma que esse aumento foi pequeno ou nulo enquanto aumentavam o endividamento do país e sua responsabilidade futura por pagamentos de juros e lucros ao exterior.

O investimento, por sua vez, é estimulado pela exportação e financiado pela poupança interna ( $S_i$ ) e a externa ( $S_x$ ), sendo a poupança externa, ou seja, a poupança que o país recebe do exterior, igual ao déficit em conta corrente, que, por sua vez, corresponde ao saldo comercial mais os rendimentos líquidos enviados ao exterior:

$$I = S_i + S_x \quad (2)$$

sendo

$$S_x = M - X + RLE \quad [\text{poupança externa}] \quad (2.1)$$

A poupança externa, por sua vez, variará com a taxa de câmbio real ( $\theta$ ). Quanto mais depreciada a taxa de câmbio, menor será o déficit em conta corrente, e, portanto, menor a poupança externa necessária para financiá-lo.

A poupança interna, por sua vez, é igual à soma dos salários dos trabalhadores, dos ordenados da classe média profissional e do capital menos o consumo.

$$S_i = W_t + W_o + \Pi - C \quad [\text{poupança interna}] \quad (2.2)$$

De (2), (2.1) e (2.2), temos

$$C + I + X - M = W_t + W_o + \Pi + RLE \quad (3)$$

logo, temos a identidade *ex post*: investimento igual poupança interna mais poupança externa.

$$I = (W_t + W_o + \Pi - C) + (M - X + RLE) \quad [\text{poupança interna } S_i + \text{poupança externa } S_x] \quad (4)$$

Dado que o objetivo do modelo é saber se o influxo de poupança externa envolverá a substituição desta pela externa, minha hipótese é a de que essa taxa de substituição, ( $z$ ), que é a variável que quero medir, tenderá a ser

alta em tempos normais, apenas sendo relativamente baixa nos momentos excepcionais em que grandes oportunidades de investimento persuadem a classe média profissional e os capitalistas a consumir relativamente menos.

$$z = \delta S_i / \delta S_x \quad (5)$$

Vejamos primeiro a função consumo. No modelo, salários e ordenados,  $w$ , são uma função da produtividade, da taxa de câmbio real e do *mark up* ou padrão de distribuição de renda.

$$w = b / (1 + m) \theta^\alpha \quad (6)$$

O consumo, por sua vez, depende, de um lado, dos salários e ordenados reais, dos lucros e das correspondentes propensões marginais a consumir de trabalhadores, classe média profissional e capitalistas ou, mais simplesmente, da renda nacional,  $R_n$ , e do diferencial entre a taxa de juros e de lucro,  $(r - i)$ . Os trabalhadores quase nada poupam, de modo que todo o seu salário se transforma em consumo; já a classe média profissional que recebe salários muitas vezes elevados e os capitalistas que recebem lucros e juros investirão, ao invés de consumir, se as oportunidades de lucro forem muito favoráveis naquele momento.

$$C = C(R_n, r - i) \quad (7)$$

$$\delta C / \delta R_n = \mu \quad (7.1)$$

Deixando de lado a diferença entre salários e ordenados para simplificar,  $\mu$  é a propensão marginal a consumir.

Quando prevalece a política de crescimento com poupança externa e o déficit em conta corrente está aumentando, a taxa de câmbio se apreciará correspondentemente e os salários e ordenados se elevarão (em relação à posição associada à taxa de câmbio de referência em que o déficit em conta corrente é zero), de forma que a massa de salários e ordenados se manterá em um nível artificialmente elevado, enquanto os lucros caem correspondentemente.

Nesse quadro, quanto maior for a propensão marginal a consumir em relação aos ordenados e lucros,  $\mu$ , maior será a redução da poupança interna provocada pelos déficits em conta corrente. A poupança interna, portanto, é função, nesta formalização, da taxa de câmbio. Do lado da oferta agregada, a variável-chave é a propensão marginal a consumir,  $\mu$ , que responde

à variação da renda nacional ou, mais analiticamente, à variação dos salários e ordenados em uma direção e dos lucros na outra; e a função consumo deslocar-se-á para a esquerda ou para a direita dependendo do diferencial entre a taxa de lucros esperada e a taxa de juros,  $r - i$ .

Em relação à demanda agregada, o essencial é considerar que a apreciação da taxa de câmbio leva a um crescimento das exportações, que envolverá uma redução dos investimentos e, portanto, da poupança interna. Logo, do lado da demanda, a variável-chave é a elasticidade das exportações à variação da taxa de câmbio e, em seguida, a elasticidade da taxa de investimento em relação às exportações ou, diretamente, da variação do investimento em relação à variação da taxa de câmbio,  $\lambda$ .

Em síntese, a taxa de substituição da poupança interna pela externa,  $z$ , será tanto maior quanto maior for a propensão marginal a consumir,  $\mu$ , tanto menor quanto maior for o diferencial entre a taxa de lucros e a taxa de juros,  $r - i$ , e quanto maior for a elasticidade do investimento em relação à taxa de câmbio,  $\lambda$ .

$$z = z(\mu, r - i, \lambda) \quad (8)$$

A existência de um déficit em conta corrente pressupõe uma taxa de câmbio apreciada em relação à taxa de câmbio de referência (que equilibra intertemporalmente a conta corrente) e uma poupança interna rebaixada. Nos períodos em que a poupança externa estiver aumentando, a moeda estará apreciando, a poupança interna estará diminuindo, de modo que nesse período podemos medir a taxa de substituição da poupança interna pela externa. Uma outra forma de dizer isto é afirmar que teremos um deslocamento da poupança doméstica. Em contrapartida, nos períodos em que a poupança interna ou os déficits em conta corrente estão diminuindo, a taxa de câmbio deverá ter sido depreciada, os salários reais e o consumo terão diminuído, e a poupança interna terá aumentado. Assim, teremos o processo inverso: uma taxa de substituição da poupança externa pela interna.