

MACROECONOMIA DESENVOLVIMENTISTA

**Teoria e política econômica do novo
desenvolvimentismo**

**Luiz Carlos Bresser-Pereira
José Luis Oreiro
Nelson Marconi**

Setembro de 2015

Tradução aperfeiçoada de *Developmental Macroeconomics*

Londres: Routledge, 2015

© 2016, Elsevier Editora Ltda.

Todos os direitos reservados e protegidos pela Lei nº 9.610, de 19/02/1998.

Nenhuma parte deste livro, sem autorização prévia por escrito da editora, poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados: eletrônicos, mecânicos, fotográficos, gravação ou quaisquer outros.

Copidesque: Jayme Teotônio Borges Luiz

Editoração eletrônica: DTPPhoenix Editorial

Revisão gráfica: Sílvia Lima

Elsevier Editora Ltda.

Conhecimento sem Fronteiras

Rua Sete de Setembro, 111 – 16º andar

20050-006 – Centro – Rio de Janeiro – RJ – Brasil

Rua Quintana, 753 – 8º andar

04569-011 – Brooklin – São Paulo – SP – Brasil

Serviço de Atendimento ao Cliente

0800-0265340

atendimento1@elsevier.com

ISBN: 978-85-352-6320-6

ISBN (versão digital): 978-85-352-6778-5

Nota: Muito zelo e técnica foram empregados na edição desta obra. No entanto, podem ocorrer erros de digitação, impressão ou dúvida conceitual. Em qualquer das hipóteses, solicitamos a comunicação ao nosso Serviço de Atendimento ao Cliente, para que possamos esclarecer ou encaminhar a questão.

Nem a editora nem o autor assumem qualquer responsabilidade por eventuais danos ou perdas a pessoas ou bens, originados do uso desta publicação.

CIP-Brasil. Catalogação na publicação.
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ

B851m Bresser-Pereira, Luiz Carlos

Macroeconomia desenvolvimentista : teoria e política econômica do novo desenvolvimentismo / Luiz Carlos Bresser-Pereira, José Luis Oreiro, Nelson Marconi. – 1. ed. – Rio de Janeiro : Campus, 2016.

il.

Inclui bibliografia

ISBN 978-85-352-6320-6

1. Macroeconomia. 2. Economia. 3. Política econômica. 4. Desenvolvimento econômico. I. Oreiro, José Luis. II. Marconi, Nelson. III. Título.

CDD: 339

CDU: 330.101.541



16-32721

PREFÁCIO

Este é um livro de macroeconomia aberta voltada para o desenvolvimento econômico. É uma maneira nova de pensar o crescimento econômico e a estabilidade macroeconômica que afirma o papel decisivo do mercado na coordenação das economias modernas, mas é crítica do liberalismo econômico e da teoria neoclássica e monetarista. É uma teoria e uma proposta de políticas econômicas pós-keynesiana e novo-desenvolvimentista; pós-keynesiana porque supõe que o crescimento é puxado pela demanda; novo-desenvolvimentista, porque supõe que o desenvolvimento econômico é um processo de mudança estrutural associado a uma estratégia nacional de desenvolvimento que combina coordenação pelo mercado e pelo Estado, porque está voltada para o equilíbrio dos cinco preços macroeconômicos, porque está focada na taxa de câmbio, no déficit ou superávit em conta-corrente e na taxa de lucro em vez de na taxa de juros e no déficit público, e porque supõe uma coalizão de classes desenvolvimentista em vez de uma coalizão liberal-dependente. É uma teoria que se baseia na macroeconomia pós-keynesiana e no desenvolvimentismo clássico,¹ mas é crítica destas duas escolas de pensamento: da primeira, porque ela não foi pensada tomando em consideração os países em desenvolvimento que são o objeto da macroeconomia desenvolvimentista ou estruturalista do desenvolvimento,² da segunda porque foi pensada para um estágio de desenvolvimento anterior ao qual se encontram hoje as economias em desenvolvimento e, particularmente os países de renda média. É crítica das duas, no plano teórico, porque elas não analisam de maneira satisfatória o equilíbrio dos cinco preços macroeconômicos e porque não dão a necessária importância à taxa de câmbio e aos déficits ou superávits em conta-corrente, e, no plano prático, porque aceitam a política de crescimento com poupança ou endividamento externo. O nome mais geral desse

¹ Quando falamos em Desenvolvimentismo Clássico, referimo-nos ao pensamento de economistas como Rosenstein-Rodan, Ragnar Nurkse, Gunnar Myrdal, Raul Prebisch, Hans Singer, Celso Furtado e Albert Hirschman.

² Bresser-Pereira usou inicialmente a expressão “macroeconomia estruturalista do desenvolvimento”, mas quando foi escrito originalmente em inglês concluímos que seria melhor denominá-la “macroeconomia desenvolvimentista”, porque o termo “estruturalista” tem um sentido diferente para economistas fora da América Latina. E decidimos conservar essa denominação nesta tradução.

novo quadro teórico que está em construção no Brasil desde o início dos anos 2000 é novo desenvolvimentismo. Ele é formado por uma microeconomia, uma macroeconomia e uma economia política. A macroeconomia novo-desenvolvimentista está sistematizada neste livro. Da microeconomia existem apenas algumas ideias: a definição do crescimento econômico como sofisticação produtiva, a distinção nas economias capitalistas de um setor competitivo, onde o Estado deve estar pouco presente, e um setor não competitivo onde o planejamento e a coordenação Estado são essenciais, o entendimento da política industrial como um complemento e não como um substituto do equilíbrio macroeconômico. A economia política novo-desenvolvimentista está voltada para a análise histórica do Estado desenvolvimentista e das coalizões de classe desenvolvimentistas que lhe asseguram apoio na sociedade. Essas coalizões são formadas por empresários industriais, a classe trabalhadora e a burocracia pública, em oposição às coalizões liberais formadas pelos capitalistas rentistas, inclusive uma grande classe média rentista, os financistas e os interesses estrangeiros.

O novo desenvolvimentismo entende o desenvolvimento econômico como sofisticação produtiva, e o desenvolvimento humano ou progresso o processo histórico através do qual as sociedades modernas buscam se aproximar dos cinco objetivos políticos das sociedades modernas: segurança, liberdade individual, bem-estar econômico, justiça social e proteção do ambiente. A questão da justiça social ou da diminuição das desigualdades é fundamental para o novo desenvolvimentismo e, finalmente, por uma *política distributiva* que busque a compatibilização do crescimento com a diminuição das desigualdades é fundamental para o novo desenvolvimentismo, e os instrumentos existentes nas sociedades capitalistas para alcançá-la são quatro: uma política de salário mínimo, uma política tributária baseada em impostos diretos e progressivos, uma política de expansão e de melhoria da qualidade e da eficiência no oferecimento dos grandes serviços sociais do Estado, e, finalmente, a definição de um *nível* de taxa de juros baixo em torno do qual o Banco Central realize sua política monetária.

A macroeconomia desenvolvimentista é, portanto, um capítulo do novo desenvolvimentismo. É uma nova forma de pensar a macroeconomia.

- Nova porque afirma que, nos países em desenvolvimento, a taxa de câmbio tende a ser apreciada cíclica e cronicamente, ou seja, no longo prazo.
- Nova porque considera a taxa de câmbio, os déficits em conta-corrente e a taxa de lucro como as principais variáveis macroeconômicas, em lugar da taxa de juros e dos déficits públicos.
- Nova porque está voltada para os cinco preços macroeconômicos – as taxas de lucro, de juros, de câmbio, de salários e de inflação –, que o mercado não tem condições de tornar “certos”; deixados esses preços livres, a taxa de lucro esperada tenderá a ser insatisfatória, o nível da taxa de juros tenderá a ser alto, a taxa de câmbio tenderá a ser sobreapreciada, a taxa de salários deverá ser artificialmente

alta devido à apreciação cambial, e a taxa de inflação deverá ser alta, porque aumentará sempre que houver uma crise financeira.

- Nova porque contém uma nova teoria da determinação da taxa de câmbio a partir da distinção entre seu valor e seu preço.
- Nova porque para ela o investimento depende não apenas da existência de oportunidades de investimentos lucrativos proporcionadas por uma demanda forte, mas também da taxa de câmbio porque, dada a elevada probabilidade de ela estar apreciada no longo prazo, e, dessa forma, não garantindo às boas empresas do país o *acesso* à demanda.
- Nova porque tem como um de seus modelos centrais um novo modelo de *doença holandesa* baseado na existência de dois equilíbrios ou dois valores para a taxa de câmbio.
- Nova porque apresenta uma forma de neutralizar a doença holandesa: um imposto sobre as exportações das commodities que lhe dão origem.
- Nova porque mostra que quando um país que logra neutralizar sua doença holandesa apresentará um superávit em conta-corrente.
- Nova porque é crítica da política de crescimento com poupança ou endividamento externo, ou seja, de se procurar crescer graças a déficits em conta-corrente financiados por empréstimos e por investimentos diretos, que geralmente não se somam à poupança interna, mas ao consumo.
- Nova porque sustenta, contraintuitivamente, que os países de renda média que têm doença holandesa *não* precisam de capitais externos para crescer, já que, se a neutralizarem, apresentarão necessariamente superávit em conta-corrente ao mesmo tempo em que as empresas terão mais estímulo para investir.
- Nova, finalmente, porque não vê o dualismo e a falta de capitais como a principal diferença entre os países ricos e os de renda média, além do próprio nível de renda *per capita*, mas o fato de que estes se endividam em moeda estrangeira (que eles não podem nem emitir nem desvalorizar).
- Nova porque afirma que as crises cambiais ou de balanço de pagamento são cíclicas, resultando da “estratégia” habitualmente adotada de crescimento com endividamento externo.

A macroeconomia desenvolvimentista é crítica do keynesianismo ou do desenvolvimentismo “vulgar” – uma visão populista da macroeconomia keynesiana que resolve todos os problemas através da expansão fiscal, da mesma forma que a ortodoxia vulgar os resolve pelo recurso à austeridade. Diante de uma grande crise de superprodução ou falta de demanda, Keynes fez a grande crítica da teoria neoclássica, mostrando que nesse caso impunha-se a expansão fiscal em vez da redução da despesa pública para causar a redução dos salários. Diferentes, porém, são as crises de balanço de pagamentos que decorrem da perda de competitividade das empresas nacionais. Nesse caso, o

país deprecia sua moeda em tempo, ou ao mesmo tempo que reduz a despesa pública para controlar a inflação temporária resultante da depreciação, ou nada faz para que não haja o inevitável mas limitado custo de aumento da inflação e redução dos rendimentos reais, à espera que uma crise de balanço de pagamentos “resolva” o problema com perdas gerais e incontroladas para todos. Dessa maneira, somos críticos tanto do populismo fiscal como cambial. O novo desenvolvimentismo defende a responsabilidade fiscal, expressa no equilíbrio intertemporal das contas públicas, e a cambial, expressa em uma taxa de câmbio que torne competitivas as empresas competentes existentes em um país e no equilíbrio da conta-corrente. Enquanto a ortodoxia liberal é sempre irresponsável ou populista no plano cambial, porque estimula os déficits em conta-corrente, que constituiriam “poupança externa”, o desenvolvimentismo é com frequência irresponsável no plano fiscal e cambial, transformando-se em desenvolvimentismo ou keynesianismo vulgar.

A teoria econômica busca entender como funcionam os sistemas econômicos capitalistas ou de mercado e definir as políticas que devem ser usadas para fazê-los funcionar melhor. Seu objetivo é melhorar o padrão de vida da população e, ao mesmo tempo, tornar os sistemas econômicos nacionais mais estáveis e menos desiguais. Neste livro, nosso objetivo é apresentar uma macroeconomia desenvolvimentista simples e coerente, assim como as políticas econômicas a ela associadas. O método adotado é o histórico-dedutivo, que é também o método da teoria econômica clássica e da macroeconomia keynesiana. Seu objeto são os países em desenvolvimento, em particular os países de renda média. Sua referência histórica positiva é a experiência bem-sucedida do Brasil entre 1930 e 1980, quando realizou sua revolução industrial e capitalista, e a dos países do Leste Asiático, como a Coreia do Sul e Taiwan, que lograram realizar o *catching up* ou alcançamento, demonstrando ter uma nação mais independente ou autônoma do que as nações latino-americanas. Esses países não têm recursos naturais abundantes e baratos, o que, afinal, se revelou uma vantagem, porque os poupa de ter de neutralizar a doença holandesa – uma tarefa difícil devido à generalizada falta de conhecimento do que seja essa desvantagem competitiva e aos problemas políticos envolvidos. Não obstante, a Coreia do Sul e mais três países do Sudeste Asiático não foram tão resistentes como deveriam ao Consenso de Washington – o que explica a grande crise financeira que sofreram em 1997.³

O desenvolvimentismo clássico ou estruturalismo foi o sistema teórico que orientou os desenvolvimentismos realmente existentes dos países latino-americanos desde 1930 até 1990, alternando-se com breves períodos liberais. Esses desenvolvimentismos foram

³ A grande crise financeira da Coreia do Sul, Tailândia, Indonésia e Malásia foi uma crise de balanço de pagamentos, que não teve origem em déficits públicos elevados, mas em déficits em conta-corrente elevados. Foram, portanto, crises que, como veremos, são explicadas pela política de crescimento com poupança ou endividamento externo, ou seja, por déficits em conta-corrente e aumento do endividamento externo – uma política cuja crítica é central para o novo desenvolvimentismo.

autoritários ou democráticos, conservadores ou progressistas, bem ou malsucedidos. O desenvolvimentismo foi bem-sucedido em promover a revolução industrial e capitalista no caso do Brasil e do México, entre os anos 1930 e 1980. Todos os países, independentemente de o Estado ser desenvolvimentista ou liberal, enfrentaram o problema do populismo econômico, tanto o de caráter fiscal quanto o cambial, tanto o Estado gastando mais que arrecada de forma irresponsável e apresentando elevados déficits públicos, quanto o Estado-nação fazendo o mesmo e apresentando elevados déficits em conta-corrente. Mais recentemente, porém, depois que as reformas neoliberais dos anos 1990 fracassaram em promover o desenvolvimento econômico, surgiram desenvolvimentismos democráticos e sociais em vários países latino-americanos pré-industriais, mas vários acabaram por dar mais peso à distribuição do que ao crescimento, e, afinal, não foram bem-sucedidos em promover sua revolução industrial e capitalista.

O novo desenvolvimentismo supõe, primeiro, que os Estados-nações são por natureza competitivos e, por isso, nacionalistas do ponto de vista econômico; segundo, que esse quadro de competição é também um quadro de hegemonia no qual os países ricos buscam ocupar os mercados internos dos países em desenvolvimento com suas mercadorias e serviços mais sofisticados, com seu financiamento, e com suas empresas multinacionais; e, terceiro, assume que o mercado é uma extraordinária instituição de coordenação econômica, mas apenas ele realmente existe, nos setores competitivos da economia. Não poderia ser de outra forma, já que o mercado é uma instituição que coordena os sistemas econômicos através da competição. Além disso, o mercado não é eficiente no plano macroeconômico, como uma infinidade de crises econômicas e financeiras tem demonstrado. Assim, além de planejar os investimentos no setor não competitivo – principalmente a infraestrutura –, cabe ao Estado realizar uma política macroeconômica *ativa* e responsável. Mas não basta uma política monetária e fiscal, como ensina a macroeconomia keynesiana; conforme veremos neste livro, uma política cambial competente é essência para a estabilidade financeira e o desenvolvimento econômico.

A macroeconomia desenvolvimentista tem origem na macroeconomia keynesiana, que surge nos anos 1930, e no desenvolvimentismo clássico, que foi concebido entre os anos 1940 e 1960. Este identificava o desenvolvimento econômico com industrialização, e mostrava que os países em desenvolvimento dependiam da intervenção do Estado para realizar sua revolução industrial. Essa visão, assim como a macroeconomia keynesiana, baseada na tendência à insuficiência de demanda, prevaleceu entre os anos 1940 e 1960, em grande parte como consequência do colapso financeiro de 1929 e da Grande Depressão da década de 1930, que desmoralizaram o liberalismo econômico e a teoria econômica neoclássica e monetarista que o legitimava. O pós-guerra, ou Anos Dourados do Capitalismo, foi o grande momento do keynesianismo, das finanças internacionais reguladas por Bretton Woods, da decorrente estabilidade financeira mundial, e do Banco Mundial como instituição desenvolvimentista. Aproveitando-se

desse quadro ideológico e institucional favorável, vários países em desenvolvimento usaram as teorias e estratégias desenvolvimentistas para se industrializarem e realizarem sua revolução industrial e capitalista. Isto não é surpreendente dado que todos os países hoje ricos e também os de renda média realizaram sua revolução capitalista no quadro do desenvolvimentismo, e não do liberalismo econômico.⁴ Entre os países em desenvolvimento nem todos foram bem-sucedidos, porque as estratégias desenvolvimentistas exigem uma competência técnica e uma resistência ao populismo econômico dos políticos e policymakers que, com frequência, não estão presentes nesses países, principalmente nos mais pobres.

Entretanto, nos anos 1970, nos Estados Unidos e no Reino Unido, crise econômica acompanhada pela queda da taxa de lucro e o aumento da inflação abriu espaço para a retomada do poder no plano ideológico, pelo liberalismo econômico, agora denominado neoliberalismo, e no plano acadêmico, pela teoria econômica neoclássica que, devido a seu platonismo ou idealismo matemático, sempre exerceu grande atração nos meios universitários. Nesse momento, Albert Hirschman (1981) escreveu um trabalho que pode ser entendido como o “obituário” do desenvolvimentismo clássico. Nos anos 1980 a crise deslocou-se dos países ricos para os países em desenvolvimento, que haviam se endividado em moeda estrangeira na década anterior. Temos, então, a grande crise financeira que foi a “crise dívida externa”, que debilitou os países latino-americanos e os levou a se sujeitarem à ortodoxia liberal, enquanto os países asiáticos sofreram menos, porque haviam se endividado muito menos, e porque suas elites mostraram-se menos dependentes e permaneceram mais fiéis às suas ideias desenvolvimentistas. Seu desenvolvimento econômico pautou-se, inicialmente, pelos princípios do desenvolvimentismo clássico, mas já nos anos 1970 os países asiáticos de crescimento rápido passaram a adotar políticas voltadas para a exportação de bens manufaturados e para a inserção competitiva, em vez de subordinada, nos mercados mundiais.

Na América Latina, muitos economistas, incluindo os três autores deste livro, não se conformavam com a hegemonia das ideias neoliberais e neoclássicas a partir dos anos 1990, porque essas ideias, focadas apenas no combate da inflação, aumentavam a desigualdade econômica e não contribuíam para o crescimento econômico com estabilidade financeira e inclusão social. No início dos anos 2000, um dos autores deste livro retomou a ideia do desenvolvimentismo enquanto sistema teórico, que denominou novo desenvolvimentismo, e passou a formular os primeiros modelos que constituiriam a macroeconomia desenvolvimentista, os quais são, pela primeira vez, plenamente desenvolvidos e apresentados de forma sistemática neste livro. O novo desenvolvimentismo pretende ser a teoria e a estratégia que, para países em desenvolvimento pré-industriais,

⁴ Ainda que os liberais insistam em apresentar os Estados Unidos como um exemplo de industrialização ocorrida no quadro do liberalismo econômico, isto não é verdade. O governo americano sempre adotou uma ativa política industrial, e só abandonou um sistema de tarifas de importação fortemente protecionista em 1939.

oferece subsídios para que eles realizem sua revolução industrial e capitalista, e que orienta os países de renda média, que já realizaram sua revolução capitalista, a crescer com estabilidade, realizando gradualmente o alcançamento. A macroeconomia desenvolvimentista é o componente mais original do novo desenvolvimentismo em relação ao desenvolvimentismo clássico, porque neste não havia uma macroeconomia; havia apenas algumas ideias, como a teoria estruturalista da inflação, e a adoção sem adaptação maior da macroeconomia keynesiana.

Este livro é a tradução aperfeiçoada de nosso livro pela Routledge, *Developmental Macroeconomics* (2014), porque as ideias aqui discutidas são um *work in process*, e porque tivemos mais tempo para tornar mais precisos alguns dos conceitos e modelos econômicos. Os aperfeiçoamentos ocorreram principalmente no Capítulo 5, sobre o valor da moeda estrangeira e os equilíbrios corrente e industrial, e no Capítulo 12, sobre dever ser a estratégia de crescimento *export-led* ou *wage-led*. O título que pensamos originalmente para o livro em inglês era *Macroeconomia Estruturalista do Desenvolvimento*, mas os editores argumentaram que a palavra “estruturalismo” faz pouco sentido para os economistas fora da América Latina, o que nos levou ao título *Macroeconomia Desenvolvimentista*. Decidimos manter o título do livro na tradução para o português, inclusive porque, assim, fica clara a sua relação com o novo desenvolvimentismo.

As novas ideias aqui desenvolvidas tiveram origem nos trabalhos de Bresser-Pereira (1999, 2001) que iniciaram a crítica da política de crescimento com poupança ou endividamento externo, tema aprofundado e ampliado para a crítica da política de alto nível de juros em Bresser-Pereira e Nakano (2002, 2003). Passou a despertar um interesse maior no trabalho de Bresser-Pereira (2006) que o distinguiu do Desenvolvimentismo Clássico (que chamou de “velho desenvolvimentismo”) e da ortodoxia liberal, e mostrou que há uma terceira alternativa novo-desenvolvimentista baseada na responsabilidade fiscal e cambial. Também em 2006, Luiz Fernando de Paula escreveu sobre o conceito de novo desenvolvimentismo. Entre 2004 e 2006 Bresser-Pereira orientou a tese de doutoramento de Paulo Gala (2006) sobre a taxa de câmbio e o crescimento econômico que deu origem a um *paper* comum formalizando a crítica do crescimento com poupança externa (2007) e o *paper* assinado apenas pelo segundo mostrando a relação econométrica entre a taxa de câmbio e o crescimento (GALA, 2008). Em 2007, Bresser-Pereira publicou um livro sobre a economia brasileira, *Macroeconomia da Estagnação*, no qual aplicou os novos modelos à economia brasileira e em 2008 publicou seu artigo básico sobre a doença holandesa; em 2009, o livro *Globalização e Competição*, onde apareceu pela primeira vez a tendência histórica da macroeconomia desenvolvimentista: a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio. Nesse mesmo livro, assinou com seu orientado, Lauro González, trabalho mostrando a relação direta entre as crises de balanço de pagamentos e o recurso à poupança ou ao endividamento externo. Em 2009, José Luis Oreiro e Luiz Fernando de Paula divulgaram

o trabalho sobre o novo desenvolvimentismo e a agenda de reformas macroeconômicas para crescimento. Em 2010, Bresser-Pereira, em 2012, Nelson Marconi e André Nassif, Carmen Feijó e Eliane Araújo, e em 2014, José Luis Oreiro, Flávio Basílio e Gustavo Souza estimaram o equilíbrio industrial da taxa de câmbio. Ainda em 2012, Bresser-Pereira, Marconi e Oreiro apresentam em Bilbao a formalização da macroeconomia desenvolvimentista proposta pelo último, que faria parte deste livro, publicado inicialmente no Reino Unido, em 2014. Em 2013 avançou no desenvolvimento de sua teoria da determinação da taxa de câmbio ao distinguir nela um valor e um preço, e ao afirmar que o equilíbrio corrente e o equilíbrio industrial são definidos em termos de valor, enquanto a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio refere-se à taxa de câmbio de mercado. Em 2015, Philip Arestis e Marco Flávio da Cunha Resende mostraram a substituição da poupança interna pela externa, enquanto Maria de Lourdes Mollo e Adriana Amado, de um lado, e Fernando Ferrari Filho e Pedro Cezar Dutra Fonseca, de outro, procuravam encontrar diferenças e aproximações entre o novo desenvolvimentismo e uma manifestação recente do Desenvolvimentismo Clássico que ficou conhecida por “social-desenvolvimentismo”. Em 2015 Bresser-Pereira rejeitou essa comparação, argumentando que o desenvolvimentismo social foi uma prática de governo no Brasil entre 2003 e 2014, enquanto que o Novo Desenvolvimentismo é um sistema teórico em construção. Robert Boyer, escrevendo a Introdução à edição francesa e portuguesa de *Globalização e Competição* talvez tenha acertado quando sugeriu que uma nova escola de pensamento estava surgindo no Brasil. Na verdade, um significativo grupo de economistas do desenvolvimento estavam trabalhando em conjunto para reconstruir a teoria econômica desenvolvimentista, que estava agora evoluindo no sentido de uma macroeconomia desenvolvimentista ou estruturalista do desenvolvimento. Nos Estados Unidos, Lance Taylor (1983, 2004) foi um pioneiro nessa questão. Em Genebra, esse renascimento ficou evidente nos *Trade and Development Reports* da UNCTAD (Conferência das Nações Unidas para o Comércio e o Desenvolvimento), primeiro, sob a coordenação de Yilmaz Ayuz e Jan Kregel, e, posteriormente, de Heiner Flassback, que deram à teoria do desenvolvimento econômico um fundamento macroeconômico mais sólido; em Paris, Michel Aglietta e Robert Boyer voltaram a Escola da Regulação para o estudo das crises financeiras, e Robert Boyer e Bruno Amable, para os modelos de capitalismo, entre os quais existe um capitalismo desenvolvimentista; em Cambridge, Ha-Joon Chang organizou o Caporde (Cambridge Advanced Program on Rethinking Macro and Development Economics), um programa que reavivou a abordagem estruturalista do crescimento econômico com a participação, entre outros, de Gabriel Palma (que realizou trabalhos importantes sobre a doença holandesa) e José Antonio Ocampo, programa esse que passou a ser realizado também no Brasil sob a coordenação de Bresser-Pereira; no Brasil, Luiz Gonzaga Belluzzo e Luciano Coutinho, na Unicamp, fizeram ainda nos anos 1990 a crítica brasileira da financeirização; e, na

Argentina, Roberto Frenkel, Mario Damile e mais recentemente, Martin Rapetti, vem contribuindo de maneira significativa para a compreensão das relações entre a taxa de câmbio, as finanças internacionais e a macroeconomia. Em maio de 2010, com o apoio da Fundação Ford, realizou-se em São Paulo um workshop internacional sobre *As Dez Teses sobre o novo desenvolvimentismo* – uma clara alternativa ao Consenso de Washington.⁵ Aprovado e subscrito nos meses que se seguiram por um grande número de economistas e cientistas políticos de renome mundial, o documento tem agora seu próprio site na internet e as *Dez Teses* estão publicadas em vários idiomas. Desse modo, o novo desenvolvimentismo, que é uma forma nova de pensar o desenvolvimento humano ou o progresso, tornou-se também uma instituição. E tendo em vista o grande número de economistas que se sentiram atraídos pelas novas ideias, algumas pessoas estão se referindo a uma Escola Novo-Desenvolvimentista. Este livro se beneficia de todas essas contribuições.

Em todo o livro, tentamos manter a linguagem no nível do cidadão-leitor. É verdade que, em certos momentos, também utilizamos a matemática, mas de maneira relativamente simples. E, sempre que possível, preferimos explicações gráficas às explicações matemáticas. Estamos convencidos de que a teoria econômica básica pode e deve ser conhecida por todos os indivíduos com educação superior, na medida em que serve de base para políticas que têm um efeito direto e prolongado nas vidas de todos nós. E que toda teoria econômica baseada no método histórico-dedutivo ou histórico-estrutural é uma teoria simples. Simples, e também modesta, porque está bem consciente da imprevisibilidade do ser humano, e, portanto, da incerteza que caracteriza as decisões econômicas.

Este livro é um produto coletivo, no qual aproveitamos as contribuições de muitos economistas e cientistas políticos que, em vários pontos, ajudaram-nos a desenvolver nossas ideias: Adam Przeworski, Aldo Ferrer, Amit Bhaduri, André Nassif, Antonio Barros de Castro, Arturo Guillén R., Arturo O'Connell, C.P. Chandreskar, Carlos Aguiar de Medeiros, Carmen Feijó, Cícero Araújo, Deepak Nayar, Edwin Le Heron, Eliane Araújo, Fernando Cardim de Carvalho, Fernando Ferrari Filho, Francisco Eduardo Pires de Souza, Franklin Serrano, Gabriel Palma, Gerald Epstein, Ha-Joon Chang, Heiner Flassback, Jaime Marques Pereira, James Galbraith, Jan Kregel, Jan Prieue, Jayati Ghosh, José Antonio Ocampo, Kwame Sundaran Jomo, Lance Taylor, Lauro Gonzáles, Lauro Matei, Leda Paulani, Luiz Antônio Oliveira Lima, Luiz

⁵ Os participantes dessa conferência foram Amit Bhaduri, Antonio Barros de Castro, C.P. Chandreskar, Daniela Prates, David Kupfer, Edwin Le Heron, Fernando Cardim de Carvalho, Fernando Ferrari, Franklin Serrano, Gabriel Palma, Heiner Flassback, Jan Kregel, Jayati Ghosh, Jose Antonio Ocampo, José Luis Oreiro, Leonardo Burlamaqui, Luiz Carlos Bresser-Pereira, Luiz Fernando de Paula, Nelson Barbosa, Nelson Marconi, Miguel Bruno, Osvaldo Sunkel, Paulo Gala, Philippe Faucher, Ricardo Bielschowsky, Ricardo Carneiro, Robert Boyer, Roberto Frenkel, Rogério Sobreira, Thomas Palley e Yoshiaki Nakano. Agradecemos a todos.

Fernando de Paula, Luiz Gonzaga Belluzzo, Marco Capraro Brancher, Marcus Iano-
ni, Martin Rapetti, Mathias Vernengo, Nelson Barbosa, Osvaldo Sunkel, Pascal Petit,
Paulo Gala, Pedro Rossi, Philip Arestis, Pierre Salama, Ricardo Bielschowsky, Robert
Boyer, Robert Guttman, Roberto Frenkel, Thomas I. Palley, Vera Cepeda e Yoshiaki
Nakano.

SUMÁRIO

PARTE I CRESCIMENTO E CÂMBIO

CAPÍTULO 1

| | |
|--|----------|
| TRADIÇÕES TEÓRICAS E O MÉTODO | 3 |
| Método histórico-dedutivo | 5 |
| Macroeconomia keynesiana e estruturalista do desenvolvimento | 7 |
| O método | 12 |
| Resumo | 13 |
| Questões | 14 |

CAPÍTULO 2

| | |
|-----------------------------------|-----------|
| SOFISTICAÇÃO PRODUTIVA | 15 |
| Uma classificação dos países | 16 |
| Sofisticação produtiva e salários | 18 |
| O “ponto de inflexão de Lewis” | 20 |
| Resumo | 23 |
| Questões | 24 |

CAPÍTULO 3

| | |
|--|-----------|
| FUNÇÃO INVESTIMENTO, DEMANDA E CÂMBIO | 25 |
| Função investimento, demanda agregada e poupança | 27 |
| Desenvolvimento e progresso técnico | 33 |
| O crescimento determinado pela oferta | 34 |
| Resumo | 37 |
| Questões | 38 |

CAPÍTULO 4

| | |
|---|-----------|
| RESTRIÇÃO EXTERNA | 39 |
| A restrição da capacidade e a distribuição de renda | 39 |
| Restrição externa e taxa de câmbio | 41 |
| A queda da taxa de crescimento de equilíbrio | 43 |
| As elasticidades como variáveis endógenas | 46 |
| Resumo | 48 |
| Questões | 48 |

CAPÍTULO 5

| | |
|--|-----------|
| VALOR E DETERMINAÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO | 51 |
| Regime cambial | 53 |
| Paridade do poder de compra | 55 |
| O valor da taxa de câmbio ou equilíbrio corrente | 56 |
| A oferta e a procura de moeda estrangeira | 60 |
| <i>Carry trade</i> causando valorização | 62 |
| Resumo | 64 |
| Questões | 64 |

CAPÍTULO 6

| | |
|---|-----------|
| A DOENÇA HOLANDESA | 67 |
| O conceito de doença holandesa | 69 |
| Duas taxas de câmbio de equilíbrio | 71 |
| Simplex formalização | 75 |
| A gravidade da doença holandesa | 77 |
| Conceito ampliado da doença holandesa | 79 |
| A doença holandesa e a desindustrialização | 81 |
| Por que não se especializar em commodities? | 84 |
| Maldição dos recursos naturais é sinônimo | 86 |
| Resumo | 89 |
| Questões | 90 |

CAPÍTULO 7

| | |
|--|-----------|
| POLÍTICAS HABITUAIS QUE APRECIAM A MOEDA NACIONAL | 91 |
| Poupança externa | 92 |
| Taxa de substituição de poupanças | 97 |

| | |
|-----------------------------------|-----|
| Nível da taxa de juros | 102 |
| Política de âncora cambial | 105 |
| Preferência pelo consumo imediato | 107 |
| Resumo | 110 |
| Questões | 111 |

CAPÍTULO 8

| | |
|---|------------|
| TENDÊNCIA À SOBREVALORIZAÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO | 113 |
| Tendência à sobrevalorização | 115 |
| Qual dos três equilíbrios para o valor da taxa de câmbio? | 119 |
| Resumo | 122 |
| Questões | 123 |

CAPÍTULO 9

| | |
|---|------------|
| INFLAÇÃO | 125 |
| Alguns comentários sobre a teoria da inflação | 125 |
| Taxas de câmbio, inflação e salário real | 127 |
| Expectativas racionais e inflação | 132 |
| Resumo | 134 |
| Questões | 135 |

CAPÍTULO 10

| | |
|--|------------|
| CRISES DO BALANÇO DE PAGAMENTOS | 137 |
| Explicações neoclássicas | 141 |
| Poupança externa e crises financeiras | 144 |
| Política fiscal e keynesianismo vulgar | 149 |
| Resumo | 151 |
| Questões | 152 |

CAPÍTULO 11

| | |
|--|------------|
| FECHAMENTO DO MODELO | 153 |
| O modelo de crescimento keynesiano–estruturalista | 154 |
| Doença holandesa e desindustrialização | 155 |
| Ingressos excessivos de capital | 157 |
| Sobrevalorização da taxa de câmbio e <i>falling behind</i> | 158 |
| E as restrições da oferta? | 160 |
| Um fechamento gráfico alternativo | 162 |

| | |
|----------|-----|
| Resumo | 164 |
| Questões | 165 |

PARTE II

POLÍTICA MACROECONÔMICA

CAPÍTULO 12

| | |
|---|------------|
| ESTRATÉGIA WAGE-LED OU EXPORT-LED? | 169 |
| Estratégia <i>domestic-led</i> | 171 |
| Estratégia <i>export-led</i> | 173 |
| Reduzindo desigualdades sem reduzir a taxa de lucro | 177 |
| Resumo | 180 |
| Questões | 181 |

CAPÍTULO 13

| | |
|--|------------|
| NEUTRALIZAÇÃO DA DOENÇA HOLANDESA | 183 |
| Neutralização | 185 |
| Quem paga pela neutralização? | 189 |
| Outras formas de neutralização | 190 |
| Dificuldades | 194 |
| Consequências financeiras da neutralização | 196 |
| Resumo | 199 |
| Questões | 201 |

CAPÍTULO 14

| | |
|----------------------------------|------------|
| POLÍTICA CAMBIAL | 203 |
| O triângulo das impossibilidades | 205 |
| Fixo ou flutuante? | 206 |
| Política cambial | 208 |
| Resumo | 210 |
| Questões | 210 |

CAPÍTULO 15

| | |
|---|------------|
| A TRANSIÇÃO PARA UM REGIME DE ALTO DESENVOLVIMENTO | 211 |
| Rompendo o equilíbrio do baixo crescimento | 212 |
| Reindustrialização | 213 |

| | |
|---|------------|
| Recuperação dos salários reais | 215 |
| Investimento e poupança interna | 217 |
| Resumo | 218 |
| Questões | 219 |
| | |
| CAPÍTULO 16 | |
| ECONOMIA POLÍTICA DA DESVALORIZAÇÃO | 221 |
| Por que os trabalhadores aceitariam uma redução dos salários? | 222 |
| Resumo | 226 |
| Questões | 226 |
| | |
| CAPÍTULO 17 | |
| COMPARANDO E RESUMINDO | 229 |
| Estratégia de desenvolvimento | 230 |
| Política macroeconômica | 234 |
| | |
| REFERÊNCIAS | 239 |
| ÍNDICE | 247 |

1

TRADIÇÕES TEÓRICAS E O MÉTODO

A teoria macroeconômica e a teoria do desenvolvimento econômico são geralmente estudadas separadamente, como se fosse uma coisa estudar a estabilidade dos sistemas econômicos, e outra entender o processo de longo prazo do crescimento econômico. Neste livro, integramos sistematicamente essas duas perspectivas. Afinal, o longo prazo é a soma dos períodos macroeconômicos de curto prazo; o investimento é estratégico tanto para alcançar a demanda efetiva quanto o crescimento econômico; o pleno emprego está associado ao crescimento. Assim, é mais razoável integrar a teoria macroeconômica e a teoria do desenvolvimento econômico sob a denominação de macroeconomia do desenvolvimento. No entanto, nossa abordagem não está associada ao liberalismo econômico, mas ao desenvolvimentismo – uma forma de organizar o capitalismo e alcançar crescimento e estabilidade que combina mercados razoavelmente livres com uma intervenção moderada do Estado. Assim, a nossa é uma macroeconomia do desenvolvimento keynesiana e estruturalista ou, para simplificar, uma macroeconomia desenvolvimentista. Nosso pressuposto político – que não discutimos neste livro mas que Atul Kohli (2004) discute em profundidade em *State-Directed Development (Desenvolvimento dirigido pelo Estado)* – é que quanto mais integrado estiver o Estado com o setor de negócios, ou quanto mais coesa for a coalizão de classes dirigentes orientada para o crescimento, tanto mais desenvolvimentista será o Estado, e mais bem-sucedida será a industrialização e o *catching up* ou alcance dos níveis de renda dos países ricos.

Para Keynes os mercados são incapazes de manter equilibrados os agregados macroeconômicos. Dada a insuficiência crônica de demanda existente nas economias capitalistas, a taxa de lucro esperada tendia a ser insatisfatória e, assim, a taxa de investimento tendia a ficar abaixo do nível exigido pelo pleno emprego. Em nossa macroeconomia desenvolvimentista, não basta que haja demanda para que a empresa invista satisfatoriamente; é necessário, adicionalmente, que as empresas tenham acesso a

essa demanda – o que não acontece nos países em desenvolvimento devido à tendência de a taxa de câmbio ser sobrevalorizada no longo prazo. Logo, para a macroeconomia desenvolvimentista a taxa esperada de lucro e a taxa de câmbio são as variáveis macroeconômicas-chave. E também o déficit em conta-corrente, já que o déficit em conta-corrente e a taxa de câmbio são diretamente correlacionados. Assim, nos países em desenvolvimento que não neutralizam essa tendência à sobrevalorização no longo prazo da taxa de câmbio, terão menos oportunidades de investimentos lucrativos e investirão.

A taxa de câmbio é o menos estudado dos cinco preços macroeconômicos – há uma espécie de vazio na teoria econômica em relação a esse tema – provavelmente porque ela pressupõe que os “desalinhamentos” da taxa de câmbio são sempre de curto prazo. Mas a experiência histórica e o modelo central da macroeconomia desenvolvimentista (a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio) mostram que ela pode permanecer apreciada no longo prazo. Em consequência, além das importações e das exportações dependerem da taxa de câmbio, também a taxa esperada de lucro, a taxa de investimento, a taxa de poupança e a inflação dependem dela. Uma metáfora ajuda-nos a pensar esse papel estratégico: a taxa de câmbio é um *interruptor de luz* que conecta ou desconecta as empresas eficientes existentes num país dos mercados externos e de seu próprio mercados interno. Se essa tendência não for devidamente neutralizada, os preços macroeconômicos ficarão *errados*, fora do equilíbrio: a taxa de câmbio ficará sobrevalorizada, a taxa de salários e todas as outras receitas ficarão artificialmente altas, a taxa de lucro esperada ficará deprimida, a taxa de juros tenderá a ser alta e, se o processo de valorização gradual da taxa de câmbio ocorrer depois de uma crise, a taxa de inflação será declinante. Desse modo, diante da baixa taxa de lucro esperada menos custo do capital as empresas e os empresários só investirão para manter suas fábricas tecnologicamente competitivas, não para expandi-las, enquanto os capitalistas rentistas estarão felizes com os juros altos. Assim, neste livro, defendemos uma política cambial ativa que, juntamente com a política de taxa de juros e a política fiscal, manterá os preços macroeconômicos corretos e a economia crescendo com estabilidade *financeira* e de preços.

A tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio mais o fato de que os países em desenvolvimento são financiados com moeda estrangeira (moeda que não podem emitir) significa que os países em desenvolvimento são sujeitos a crises financeiras ou crises de balanço de pagamentos – um tipo de crise financeira raramente observada nos países ricos, cujos Estados se endividam em sua própria moeda. Essa é a razão pela qual a crise financeira típica nesses países é a crise bancária. Por outro lado, veremos que os países em desenvolvimento, incluindo os países de renda média, tendem a sofrer da doença holandesa, que, em conjunto com políticas econômicas que são habitualmente tomadas nesses países (crescimento com endividamento externo, nível de taxa de juros alto e uso de âncora cambial para controlar a inflação) levam a moeda nacional a se apreciar no longo prazo – o que torna as previsões de lucro geralmente

deprimidas, e, conseqüentemente, a taxa de investimento, baixa, incapaz de promover o alcanceamento.

Método histórico-dedutivo

Nossa abordagem é histórica, e, portanto, rejeita as abordagens hipotético-dedutivas. A distinção entre a macroeconomia desenvolvimentista e a teoria macroeconômica neoclássica decorre da diferença em relação ao método científico adotado. Há duas principais correntes metodológicas ou tradições de pensamento econômico: a tradição histórica e a tradição hipotético-dedutiva. A tradição hipotético-dedutiva (adotada pela teoria neoclássica e pela escola austríaca) parte de axiomas, como o *homo economicus* e a lei dos rendimentos decrescentes, e deduz tudo o mais a partir deles. Por isso, seus modelos são “precisos” e facilmente matematizáveis. Mas é um método impróprio para uma ciência substantiva e social, que deve partir sempre da realidade e a ela sempre voltar. É apropriado para as ciências metodológicas, como a matemática, a econometria e a teoria da tomada de decisões econômicas, que não têm um objeto ou “substância” para analisar, mas apenas um objetivo: ajudar a pensar. Já no caso das ciências substantivas e, em particular, em uma ciência social como é a teoria econômica, esse método é inadequado senão ilegítimo. A teoria econômica pode e deve se valer de conceitos e teoremas lógicos, como a lei das vantagens comparativas de Ricardo, a teoria da mais valia de Marx, o equilíbrio geral de Walras e o efeito Balassa-Samuelson, mas esses teoremas são meramente metodológicos, não descrevem e generalizam a realidade, são relações lógicas entre variáveis que nos ajudam a pensar, mas das quais não se pode inferir política sem incorrer no vício ricardiano.¹ Já a tradição histórica usa o método empírico ou histórico-dedutivo para fazer generalizações a partir de observações da realidade – das regularidades e tendências que caracterizam essa realidade cambiante. É apropriado para ciências substantivas, sejam elas sociais ou naturais, mas seus modelos são menos precisos e menos sujeitos à matematização. Isto é especialmente verdade no caso das ciências sociais, cujos elementos básicos – os indivíduos e os grupos sociais – são dotados de liberdade, e, por isso, seus comportamentos são menos regulares e menos previsíveis do que o comportamento dos átomos e das moléculas. E é por isso que, neste livro, nossos modelos são abertos e muitas das nossas afirmações virão qualificadas com advérbios como “geralmente”, “com frequência”, “muitas vezes”, que são o reconhecimento dessa liberdade e imprevisibilidade do ser humano.

¹ Para Schumpeter o vício ricardiano é procurar deduzir políticas da teoria econômica, mas ele estava claramente pensando na teoria neoclássica, axiomática, baseada em teoremas hipotético-dedutivos. Quando o modelo é histórico, quando deriva da generalização de comportamentos empiricamente verificados, a dedução de políticas é legítima.

As duas tradições teóricas correspondem a duas maneiras de organizar os sistemas econômicos nacionais, dois estilos de formulação de políticas e suas ideologias. A teoria neoclássica está associada, em termos de forma de capitalismo realmente existente e de ideologia, ao liberalismo econômico, enquanto a teoria novo-desenvolvimentista assim como seus antecedentes teóricos – as teorias institucionalistas históricas, o marxismo, o pensamento keynesiano e o Desenvolvimentismo Clássico – estão associados às diversas formas que assumiu na história o desenvolvimentismo enquanto forma de organização do capitalismo e ideologia. Economistas como William Petty, Adam Smith, Karl Marx, Thorsten Veblen, John M. Keynes, Joseph Schumpeter e estruturalistas desenvolvimentistas como Gunnar Myrdal e Arthur Lewis pertencem à tradição histórica. Os autores deste livro também estão associados a ela. Dentro da tradição hipotético-dedutiva, o economista mais importante foi Alfred Marshall, mas sua principal contribuição ao pensamento econômico não foi explicar como funcionam os sistemas econômicos, mas fundar um complemento à teoria econômica e uma ciência autônoma altamente relevante: a teoria da tomada de decisões nos mercados ou teoria da decisão econômica, posteriormente complementada pela teoria dos jogos. Para essa disciplina, o método hipotético-dedutivo, baseado em axiomas, é apropriado porque é uma ciência metodológica, não uma ciência substantiva como a economia, que trabalha com uma realidade social e econômica concreta.

A escola neoclássica e o liberalismo econômico sustentam que é suficiente garantir os direitos de propriedade e os contratos e manter o orçamento público equilibrado; o mercado então cuidará de coordenar o sistema econômico de modo ideal, para gerar crescimento, estabilidade e uma distribuição satisfatória de renda. Em contraste, o Estado tem outros papéis macroeconômicos: além de garantir os direitos de propriedade e executar uma política fiscal responsável (que mantenha o déficit público sob controle) e uma política monetária competente (que mantenha a inflação sob controle), o Estado deve ter uma política cambial ativa para manter a conta-corrente sob controle e a taxa de câmbio em equilíbrio.

Enquanto os economistas neoclássicos desenvolvem complexos modelos matemáticos a partir de um método hipotético-dedutivo que supõe a racionalidade dos agentes econômicos, os economistas históricos observam o comportamento dos agregados econômicos, buscam possíveis regularidades e tendências e formulam a partir delas modelos econômicos simples. Enquanto o método hipotético-dedutivo autoriza os economistas neoclássicos a formularem modelos altamente matematizados e “precisos”, o método histórico-dedutivo possibilita modelos menos matemáticos e mais modestos, que vão sendo constantemente revistos à medida que as tecnologias, os tipos de propriedade, as relações de poder e as instituições mudam, ou à medida que vão sendo desmentidos pelos estudos econométricos. Enquanto os economistas ortodoxos trabalham com a falsa certeza de seus modelos centrais, e a incerteza é algo que para eles depende não de castelos teóricos no ar mas de sua capacidade individual de pensar,

os economistas históricos sabem desde o começo que os agentes econômicos sempre tomam decisões em condições de incerteza e que, portanto, os formuladores de políticas econômicas também lidam diariamente com a incerteza.

A tradição neoclássica prevaleceu nas universidades entre o fim do século XIX e 1929, e entre 1979 e 2008. Apesar de ter se mostrado essencialmente equivocada (porque usa um método inadequado para uma ciência substantiva como a teoria econômica), e também prejudicial (porque inspira um liberalismo econômico que presume que os mercados sejam autorregulados e sempre eficientes), ela continua a dominar os cursos de pós-graduação nas principais universidades. Assim, ela continua a inspirar políticas econômicas equivocadas. Há excelentes economistas de formação neoclássica, mas suas verdadeiras contribuições são feitas quando abandonam seus modelos centrais neoclássicos e usam a *teoria econômica geral* (a teoria econômica que todos os economistas teoricamente conhecem) e sua inteligência privilegiada.

Macroeconomia keynesiana e estruturalista do desenvolvimento

Nossa abordagem é keynesiana e estruturalista ou desenvolvimentista. É *keynesiana* porque, em primeiro lugar, estamos convencidos de que os obstáculos ao desenvolvimento econômico estão do lado da demanda e não do lado da oferta, apesar da importância de fatores de desenvolvimento do lado da oferta, em particular a educação e, conseqüentemente, a tecnologia, a inovação e a produtividade, e também apesar do fato de que em modelos econômicos abertos e países pequenos, a demanda efetiva perde parte de sua força. Em segundo lugar, porque não é a taxa de juros que determina a poupança, é a poupança que determina o investimento, como presume a teoria neoclássica, mas o contrário: é o investimento que determina a poupança, desde que haja crédito disponível para os empresários. Ou, em outras palavras, a macroeconomia desenvolvimentista baseia-se na macroeconomia de Keynes e de Kalecki.

Mas há diferenças substanciais entre a macroeconomia desenvolvimentista e a macroeconomia keynesiana além do fato de que esta última estava centrada em explicar o desemprego e discutir como alcançá-lo, ao passo que a primeira está centrada em crescimento com estabilidade – um crescimento que produz o *catching up*. Em primeiro lugar, para a macroeconomia keynesiana existe uma tendência à insuficiência de demanda, enquanto para a macroeconomia desenvolvimentista existe também uma tendência à insuficiência de *acesso* à demanda. Conseqüentemente, o argumento keynesiano central é que o investimento depende da existência de demanda efetiva, enquanto para a teoria novo-desenvolvimentista não basta a garantia de demanda efetiva: os governos precisam também formular uma ativa política cambial, que garanta às empresas o *acesso* à demanda que uma moeda nacional sobrevalorizada impede. Em segundo lugar, dada a existência de cinco preços macroeconômicos (a taxa de lucro, a taxa de

câmbio, a taxa de juros, a taxa de salários e a taxa de inflação), para a macroeconomia keynesiana o *preço errado* é a taxa de juros, que será alta demais nas recessões severas em razão da armadilha da liquidez, ao passo que, para a macroeconomia desenvolvimentista, além da taxa de juros nas recessões, há três preços macroeconômicos cronicamente errados: a taxa de câmbio, que tenderá a ser sobrevalorizada, a taxa de lucro esperada que tenderá a ficar deprimida e, menos claramente, a taxa real de juros que tenderá a ser alta, e a armadilha da liquidez terá menor poder explicativo. Em terceiro lugar, enquanto para a macroeconomia keynesiana (e também neoclássica) as duas variáveis macroeconômicas-chave são o déficit público e a taxa de juros, para a macroeconomia desenvolvimentista elas são o déficit (ou superávit) em conta-corrente e a taxa de câmbio – duas variáveis diretamente interdependentes. É verdade que, dada a hipótese dos déficits gêmeos, a escolha entre um ou outro déficit seria indiferente, mas essa hipótese somente se sustenta quando a taxa de câmbio está em equilíbrio, e isso não acontece sempre. Em quarto lugar, enquanto para a macroeconomia neoclássica e keynesiana os déficits em conta-corrente são naturais, para a macroeconomia desenvolvimentista eles devem mostrar um superávit se o país estiver sofrendo da doença holandesa. Em quinto lugar, enquanto a macroeconomia neoclássica explica tanto a insuficiência de poupança quanto as crises financeiras por déficits públicos excessivos ou populismo fiscal, a macroeconomia desenvolvimentista não ignora o risco do populismo fiscal, mas explica tanto a taxa de poupança baixa quanto as crises financeiras por déficits em conta-corrente excessivos (populismo cambial).² Em sexto lugar, o modelo keynesiano era originalmente um modelo fechado, enquanto a macroeconomia desenvolvimentista é, desde o início, uma teoria aberta. Em sétimo lugar, ela aceita o pressuposto keynesiano de que a taxa de câmbio é altamente volátil, mas acrescenta que essa volatilidade ou esses desalinhamentos não são apenas orientados para cima e para baixo, mas tendem, nos países em desenvolvimento, à sobrevalorização da moeda nacional. Em oitavo lugar, enquanto a macroeconomia de Keynes e de Minsky supõe que os países se endividam em suas próprias moedas e estão sujeitos a crises bancárias, a macroeconomia desenvolvimentista ressalta que os países em desenvolvimento se endividam em moedas estrangeiras (que não podem emitir nem desvalorizar) e, por essa razão, estão sujeitos a crises de balanço de pagamentos ou crises financeiras. E em nono lugar, enquanto a macroeconomia keynesiana considera apenas a política fiscal e a política de taxa de juros, a macroeconomia desenvolvimentista pede uma política cambial ativa. Se o país for capaz de efetivamente neutralizar a doença holandesa com um imposto de exportação sobre as commodities que lhe dão origem, fazendo com que a taxa de câmbio se desloque para o equilíbrio industrial, e se a política cambial for capaz de manter

² Sobre esse assunto devemos observar que, enquanto a vulgar ortodoxia liberal resolve todos os problemas reduzindo os gastos do governo, os keynesianos vulgares fazem o mesmo aumentando os gastos do governo.

a taxa de câmbio fluando em torno desse equilíbrio, o país em desenvolvimento não experimentará déficits em conta-corrente, mas superávits em conta-corrente.

Além de keynesiana, nossa abordagem é *estruturalista*, está associada ao Desenvolvementismo Clássico (às teorias de Ragnar Nurkse, Gunnar Myrdal, Rosenstein-Rodan, Arthur Lewis, Raul Prebisch, Hans Singer, Albert Hirschman e Celso Furtado)³ que predominou de meados da década de 1930 até meados da década de 1970, juntamente com a macroeconomia keynesiana, e que foi instrumental na regulação do sistema financeiro internacional de Bretton Woods. A teoria do desenvolvimento econômico entrou em crise juntamente com a macroeconomia keynesiana no final dos anos 1970, quando a teoria econômica neoclássica voltou a ser o pensamento econômico dominante. A macroeconomia desenvolvimentista é estruturalista porque vê o crescimento econômico como um processo estrutural de sofisticação tecnológica. Ela compartilha com o desenvolvimentismo clássico ou teoria econômica estruturalista o método histórico, a compreensão da teoria econômica como economia política, o pressuposto de que o Estado e o mercado (regulado pelo Estado) são as duas principais instituições que coordenam as sociedades capitalistas, e a compreensão do crescimento econômico como um processo estrutural que envolve os três aspectos de uma sociedade: os aspectos econômico, institucional e ideológico ou cultural.

Mas a macroeconomia desenvolvimentista difere do estruturalismo clássico em vários pontos. Em primeiro lugar, a teoria econômica desenvolvimentista presumia que os países em desenvolvimento estavam fazendo sua transição para o capitalismo e que seus mercados eram malformados, incapazes de desempenhar seu papel de alocação de recursos do mesmo modo que nos países desenvolvidos. A macroeconomia desenvolvimentista se aplica a países em um *estágio* diferente de crescimento – a países de renda média que já são países plenamente capitalistas, competindo em uma economia mundial que se tornou globalizada. A diferença fundamental dos países de renda média em relação aos países ricos não é o caráter “tradicional” de sua economia e sociedade, mas o fato de que eles se endividam em moeda estrangeira, não em sua própria moeda.

Em segundo lugar, os pioneiros do desenvolvimento concentravam-se em legitimar a *industrialização*, a política industrial e o planejamento econômico, contra a teoria econômica neoclássica. Seus modelos principais, baseados no pressuposto de que os países em desenvolvimento ainda não haviam se industrializado, eram (a) o modelo do *big push* (grande empurrão), ou seja, a tese de que as novas indústrias de transformação nos países pré-industriais dependem de externalidades econômicas positivas que têm origem em outras empresas que estão investindo ao mesmo tempo na busca do lucro – uma condição que somente um *big push* administrado pelo Estado poderia

³ Estes foram alguns dos “pioneiros do desenvolvimento”. Eles construíram a teoria do desenvolvimento econômico. Embora somente o ramo latino-americano da teoria do desenvolvimento econômico chamasse sua teoria de “estruturalista”, entendemos que todos eram estruturalistas.

proporcionar; (b) a tendência à deterioração dos termos de troca, que demonstrou que os aumentos de produtividade nos países ricos não eram automaticamente transferidos para os países em desenvolvimento, como presume a teoria econômica neoclássica; e (c) o argumento da *indústria nascente*, que era um argumento bem conhecido em favor da proteção da indústria de transformação nos primeiros estágios de desenvolvimento desde a época de Alexander Hamilton e Friedrich List. A macroeconomia desenvolvimentista assume a validade dessas críticas, mas minimiza sua importância porque os países de renda média modernizaram sua estrutura econômica e convergiram para o sistema de mercado dos países capitalistas avançados.

Em terceiro lugar, a teoria econômica desenvolvimentista atribuía grande importância ao argumento da restrição externa, que mostrava que, nos países em desenvolvimento, a elasticidade-renda da demanda por bens manufaturados importados era maior do que 1, enquanto nos países ricos a elasticidade-renda da demanda por bens primários exportados pelos países em desenvolvimento era relativamente inelástica ou inferior a 1. Dada a restrição externa, a maior parte dos economistas estruturalistas apoiava a política de crescimento com poupança ou endividamento externo. A macroeconomia desenvolvimentista reconhece a existência da restrição externa, mas sustenta que ela perdeu muito de seu poder explicativo porque os países de renda média se tornaram exportadores de produtos manufaturados. Por outro lado, argumenta que, tendo em vista a doença holandesa e o alto grau de substituição da poupança interna pela poupança externa, os países em desenvolvimento teoricamente cresceriam com superávit em conta-corrente, não com déficit em conta-corrente. É por essa razão, a macroeconomia desenvolvimentista e o novo desenvolvimentismo são críticos da política de crescimento com endividamento externo. Eles não rejeitam o investimento externo direto, mas não acolhem as empresas multinacionais cujo objetivo é apenas o de ocupar os mercados internos. Exigem que os investimentos externos venham acompanhados de transferência de tecnologia e contribuam para as exportações do país.

Em quarto lugar, a teoria econômica desenvolvimentista desenvolveu a teoria estruturalista da inflação baseada no pressuposto de que, em alguns mercados, a oferta não respondia a um aumento da demanda e essa inelasticidade-preço gerava uma inflação estrutural. A macroeconomia desenvolvimentista argumenta que atualmente esse tipo de explicação tornou-se marginal na medida em que os países de renda média apresentam mercados bem estruturados.

Em quinto lugar, a política central da teoria econômica desenvolvimentista era a *política industrial*. Quando lemos importantes livros que analisam os estados desenvolvimentistas, como os livros de Chalmers Johnson sobre o Japão (1982), de Alice Amsden sobre a Coreia do Sul (1989) e de Robert Wade sobre Taiwan (1990), ou a análise de Linda Weiss (1998) das três experiências, o que vemos é essencialmente um sistema de políticas industriais bem-sucedidas, associadas, no caso da última, a uma cooperação Estado-indústria. A teoria novo-desenvolvimentista é naturalmente a favor

da política industrial, e enfatiza fortemente a necessidade de uma coalizão de classes desenvolvimentista, mas sua política central não é o conjunto de políticas estratégicas que constituem uma política industrial, e sim a política macroeconômica, e, dentro dela, a política cambial. A política industrial só foi capaz de promover com sucesso o crescimento desses países porque foi adotada num ambiente macroeconômico no qual a taxa de juros e a taxa de câmbio não eram preços errados, mas preços corretos. A macroeconomia desenvolvimentista não confunde política industrial com política cambial, como fizeram os economistas estruturalistas ou clássico-desenvolvimentistas quando neutralizavam intuitivamente a doença holandesa com a utilização de altos impostos sobre a importação e subsídios à exportação, e interpretavam essa política como “política industrial”. Ora, essa não é uma política industrial, mas uma política de neutralização da doença holandesa. Mas o erro do Desenvolvimentismo Clássico era muito menos grave do que o cometido pela ortodoxia liberal que via essa política como “protecionismo”. Para a macroeconomia desenvolvimentista e o novo desenvolvimentismo, a política cambial e não a política industrial é a política macroeconômica-chave, juntamente com as políticas monetária e fiscal. Isso explica por que o crescimento com estabilidade financeira exige, além de responsabilidade fiscal (em termos keynesianos), responsabilidade cambial.

Em sexto lugar, a teoria econômica desenvolvimentista defendia o planejamento econômico; o novo desenvolvimentismo é a favor do planejamento econômico, mas somente para o setor não competitivo da economia. Argumenta que, nas economias de renda média, o mercado é a melhor instituição para alocar os fatores de produção dentro de seu setor competitivo, mas uma economia moderna tem um grande setor não competitivo – particularmente a indústria de infraestrutura e algumas indústrias de base – no qual a coordenação pelo mercado é ausente por definição, as agências reguladoras têm um papel, mas limitado, e o Estado precisa coordenar os investimentos necessários e fazer uma parte deles.

Tendo em vista sua abordagem keynesiana e estruturalista, seria o novo desenvolvimentismo *institucionalista*? Sim e não. Sim, porque as instituições são a forma fundamental de coordenação das sociedades, mas o problema é que estão presentes nas três “instâncias” estruturais da sociedade (a econômica, a política ou normativa e a ideológica), mas sobretudo na instância política, onde a instituição-chave é o Estado. Quando pensamos em estruturas, precisamos também pensar nas instituições, porque elas são as estruturas que afetam diretamente e modificam os comportamentos. O estruturalismo e o institucionalismo foram produto do pensamento alemão do século XIX – do marxismo e da escola histórica alemã, incluindo Max Weber. As instituições são as normas fundamentais que coordenam as sociedades. A mudança social acontece quando a mudança acontece em quaisquer dessas instâncias e esse movimento se propaga para as outras. Em alguns casos, mudanças na estrutura econômica e social precedem mudanças nas instituições; em outros casos as instituições mudam primeiro.

Elas estão corporificadas nas relações de produção que existem nas instâncias econômica e social, certamente na instância política, e também no aspecto ideológico. Não, porque, se não tivermos claro para nós que as instituições fazem parte da estrutura da sociedade, podemos facilmente cometer o erro de acreditar que podemos mudar as instituições, que podemos promover “reformas”, sem levar em conta o estágio estrutural de desenvolvimento do país. Não, porque ser apenas institucionalista (não afirmar a natureza estrutural do crescimento) poderá fazer com que caiamos no erro de acreditar que é suficiente proteger os direitos de propriedade e os contratos para experimentar crescimento. Ao contrário, para nós a principal instituição do desenvolvimento é o conjunto de acordos informais, entendimentos, objetivos, leis e políticas públicas que constituem uma “estratégia nacional de desenvolvimento” que cria oportunidades de investimento para as empresas. Em segundo lugar, porque entendemos o desenvolvimento econômico como um processo de mudança estrutural que acontece historicamente dentro de cada país. Em terceiro lugar, sabemos que desenvolvimento é equivalente a industrialização ou, mais amplamente, a *sofisticação produtiva*, significando a contínua transferência de mão de obra de setores com baixo valor agregado *per capita* para setores com alto valor agregado, com diversificação da estrutura produtiva. Assim, podemos dizer que somos institucionalistas, mas nosso institucionalismo é histórico, não apenas hipotético-dedutivo.

O método

Nosso método é *histórico* em vários sentidos. Em primeiro lugar, porque os principais modelos que desenvolveremos são modelos históricos; são generalizações baseadas nas regularidades e tendências que observamos no mundo real, e não deduções matemáticas de axiomas. Em segundo lugar, porque temos países de renda média como nosso grupo de referência – países que não são abstrações, mas países capitalistas que contam com mercados desenvolvidos, Estados relativamente capazes, empresas competentes e uma ampla classe média, mas conservam uma diferença importante em relação aos países ricos: não se endividam em sua própria moeda, mas em moedas estrangeiras que não podem emitir. Os modelos históricos que desenvolvemos pretendem ser a generalização do comportamento real dos agentes econômicos, e não modelos hipotéticos deduzidos do *homo economicus* e associados ao equilíbrio geral. Os modelos históricos não são precisos, porque as regularidades econômicas nunca são regularidades plenas, mas delas podemos deduzir políticas. No desenvolvimento de nossos modelos históricos, geralmente qualificamos nossas generalizações com advérbios como “geralmente” ou “quase sempre” para ressaltar seu caráter temporário ou *modesto*. Em terceiro lugar, na construção de nossos modelos, levamos em conta o comportamento dos agentes econômicos e também o comportamento dos formuladores de políticas. Ou, em outras

palavras, atribuímos um papel importante ao que chamamos neste livro de “políticas convencionais” ou “formulação convencional de políticas”. Na medida em que tais políticas são convencionalmente adotadas, é possível prever como, a médio prazo, os sistemas econômicos evoluirão.

Os modelos históricos não devem ser confundidos com o que chamamos de “silogismos econômicos”, que partem de uma premissa condicional para chegar a uma conclusão. Os silogismos econômicos podem ser úteis para compreender certas relações econômicas, mas ou são falsos se a premissa for falsa, ou são perigosos se os formuladores de políticas derivam políticas diretamente deles. O exemplo mais geral de um silogismo econômico falso é “dado que o homem é racional, podemos deduzir daí os modelos centrais da teoria econômica”; exemplos de silogismos úteis mas perigosos são a lei das vantagens comparativas,⁴ a identidade inspirada em Marx relacionando a relação capital-produto com a taxa de lucro e a distribuição funcional da renda,⁵ a condição de Marshall-Lerner, ou a lei de Thirlwall. Eles são lógicos, mas suas premissas são condicionais e, por essa razão, não podemos derivar políticas a partir deles. Quando Schumpeter chamou de “vício ricardiano” a prática de deduzir políticas a partir de teorias, ele estava provavelmente pensando em silogismos econômicos, não em modelos históricos.

Resumo

A macroeconomia desenvolvimentista é um sistema keynesiano e estruturalista de pensamento que inova em vários pontos a fim de dispor de poder explicativo num mundo mudado em que competem os países de renda média. Para fazer isso, a macroeconomia desenvolvimentista beneficiou-se do método histórico-dedutivo, que é menos “preciso” ou menos matemático do que o núcleo da teoria econômica neoclássica, mas tem maior poder explicativo e capacidade-previsão, e leva bons formuladores de políticas a cometerem cada vez menos erros graves de política.

A macroeconomia desenvolvimentista afirma que a taxa de crescimento será uma função da taxa de acumulação de capital, que depende da taxa de lucro esperada (e da taxa de juros), que, por sua vez, depende da existência de demanda e do *acesso* a ela, o que somente é assegurado quando a taxa de câmbio está flutuando em torno de seu

⁴ A “lei das vantagens comparativas” é um perfeito silogismo que mostra as vantagens do comércio internacional, mas não é um modelo histórico. Não podemos prever que os países que planejam sua política comercial dessa forma terão taxas de crescimento mais rápidas do que aqueles que a ignoram. Nos primeiros estágios de desenvolvimento observamos precisamente o contrário.

⁵ A equação que Marx usou para argumentar sobre a tendência declinante da taxa de lucro foi $K/W = K/Y / W/Y$, onde K/W é a composição orgânica do capital. Adaptando-a à relação capital-produto, temos a identidade que relaciona a produtividade do capital, a taxa capital-produto, com a taxa de lucro e a distribuição funcional da renda entre lucros e salários, $K/Y = K/R / Y/R$.

equilíbrio competitivo, que chamamos neste livro de “taxa de câmbio de equilíbrio industrial” – a taxa de câmbio que torna competitivas as empresas que usam tecnologia no estado da arte mundial independentemente de políticas protecionistas. O objetivo do desenvolvimento é aumentar os salários ou os padrões de vida. Mas uma advertência: esse objetivo não poderá ser alcançado se os formuladores de políticas tanto liberais quanto desenvolvimentistas exibirem uma alta preferência pelo consumo imediato, mantendo a taxa de câmbio cronicamente sobrevalorizada. Keynes não aboliu a escassez nem condenou a frugalidade; ele apenas mostrou que em momentos de insuficiência de demanda a melhor conduta é aumentar o gasto em vez de poupar. Quando os países incorrem em déficits públicos crônicos e, sobretudo, quando aceitam o déficit em conta-corrente e a correspondente sobrevalorização da moeda, estão escolhendo consumo, não crescimento.

Questões

1. Quais as diferenças entre a macroeconomia keynesiana e a macroeconomia desenvolvimentista?
2. Quais as diferenças entre o desenvolvimentismo clássico e o novo desenvolvimentismo?
3. Por que a taxa de câmbio pode ser explicada pela metáfora do interruptor de luz?
4. Qual a diferença entre o método histórico e o hipotético-dedutivo?

2

SOFISTICAÇÃO PRODUTIVA

Historicamente, o desenvolvimento econômico é um processo de acumulação de capital com a sistemática incorporação do progresso técnico, o que implica aumento da produtividade ou da renda *per capita* e melhoria dos padrões de vida. Ele começa quando um determinado povo se torna uma nação, constrói um Estado e realiza sua revolução industrial.¹ É somente a partir daí que o progresso técnico ganha impulso e o desenvolvimento econômico se torna relativamente automático, porque as empresas não têm alternativa senão reinvestir seus lucros para se manter competitivas.

Nesse cenário, o papel estratégico é compartilhado pelo Estado e pelas empresas. Enquanto o Estado, que é a principal instituição em cada sociedade, define as leis, garante a ordem pública, e investe na infraestrutura e nas indústrias de base, os empresários investem e inovam nos setores competitivos. No processo de crescimento, todas as instituições são relevantes, mas a instituição-chave para o desenvolvimento econômico é o Estado, que entendemos como sendo o sistema constitucional-legal e as organizações soberanas que o garantem. O Estado é o principal instrumento de ação coletiva de cada nação; é a principal ferramenta para a realização de seus objetivos políticos de segurança, liberdade, bem-estar social, justiça social e proteção do meio ambiente. Nesse sentido, o Estado é a instituição normativa que, juntamente com o mercado, coordena os modernos sistemas econômicos. Portanto, não há sentido na oposição entre o Estado e o mercado. Ao contrário, precisamos entender a relação histórica entre as duas instituições. Na fase inicial do desenvolvimento econômico – em que ocorrem a acumulação original e a revolução industrial – o Estado tem sido sem exceção o principal agente do desenvolvimento econômico. Isso é verdade para a Inglaterra e a França, que fizeram

¹ Por “povo” entendemos um grupo que geralmente tem uma história comum e um destino compartilhado; uma “nação” é esse mesmo grupo quando, no contexto da revolução capitalista, é capaz de formar um Estado soberano.

sua revolução industrial no âmbito do sistema mercantilista, e para os Estados Unidos, onde a liberalização do comércio só ocorreu realmente logo antes da Segunda Guerra Mundial. Em certos casos, como no Japão, na Rússia e na China, o Estado tornou-se praticamente absoluto nesse papel. Mas uma vez terminada essa revolução industrial, o Estado gradualmente se retirou das atividades produtivas e transferiu-as para os empresários e para as empresas privadas, com exceção de parte das empresas monopolistas ou quase-monopolistas que o mercado não é capaz de coordenar.² A partir daí, no setor competitivo de cada economia nacional, a coordenação econômica tem sido papel do mercado, enquanto ao Estado incumbe a coordenação dos investimentos e a atenta regulação dos setores monopolistas, particularmente a infraestrutura. Na economia como um todo, incumbe ao Estado conduzir uma política macroeconômica ativa não só para garantir a estabilidade financeira e de preços, como também a existência de demanda efetiva. Mais do que isto, cabe ao Estado garantir às empresas competentes do país o *acesso* a essa demanda.

Uma classificação dos países

Neste livro, mais do que simplesmente interessados no crescimento, estamos interessados no *catching up*. Mas desde que o desenvolvimento econômico entrou na agenda de todos os países após a Segunda Guerra Mundial, muitos países se desenvolveram, mas só alguns – Coreia do Sul, Taiwan, Cingapura e China – foram capazes de mostrar uma real convergência para os níveis de renda *per capita* e os padrões de vida dos países ricos. Baseando-se nessa experiência, o novo desenvolvimentismo busca compreendê-la e transformá-la em um sistema teórico que sirva de subsídio aos formuladores de políticas econômicas dos demais países. Neste livro usamos uma classificação de países: ou os países são ricos, ou são países em desenvolvimento; estes, por sua vez, podem ser pobres, pré-industriais e de renda média ou países emergentes. São países de renda média quando já realizaram sua revolução industrial e são sociedades capitalistas, mas ainda existe algum dualismo e sua sociedade e sua renda *per capita* é ainda relativamente baixa; pré-industriais, se estiverem no processo de realizar sua revolução industrial; pobres, se estiverem até mesmo longe disso. Essa é apenas uma classificação descritiva. A fim de entender o *catching up* e ressaltar o caráter nacional do crescimento econômico, uma classificação alternativa diferencia os “países de desenvolvimento original” dos “países de desenvolvimento tardio”. Os países de desenvolvimento original são aqueles que realizaram sua acumulação primitiva e sua revolução industrial sem ter de enfrentar

² A industrialização japonesa no final do século XIX foi quase totalmente realizada pelo Estado; em torno de 1910, no entanto, houve um rápido e radical processo de privatização. Quanto à Rússia e à China, as revoluções que pretenderam ser socialistas foram de fato revoluções nacionais e industriais; paradoxalmente, faziam parte da revolução capitalista.

o imperialismo industrial ou moderno. Tais países incluem a Grã-Bretanha, seguida pela França, Bélgica, Países Baixos e Estados Unidos, e posteriormente a Alemanha, a Itália, os países escandinavos e três países colonizados pela Grã-Bretanha além dos Estados Unidos: Canadá, Austrália e Nova Zelândia.³ Todos esses países adotaram uma estratégia de desenvolvimento para realizar suas revoluções industriais e não tiveram de desafiar o imperialismo industrial ou moderno para se desenvolver. Eles incluem quatro países que pertenceram ao Império Britânico porque a colonização britânica não envolveu a exploração mercantil dos escravos, como ocorreu nos países latino-americanos e no sul dos Estados Unidos, mas uma colonização por povoamento, onde os colonos reproduziam o tipo de sociedade avançada que existia na Inglaterra, em lugar de organizar plantações para exportar mercadorias tropicais ou dedicar-se à mineração.⁴ O desenvolvimento econômico original foi estudado por um grande número de analistas, de economistas renomados como Adam Smith e Karl Marx a historiadores célebres como Alexander Gerschenkron,⁵ Fernand Braudel e David Landes. A Alemanha e os países escandinavos, cujo desenvolvimento ocorreu na segunda metade do século XIX, estão incluídos nessa categoria.

O primeiro país de desenvolvimento tardio foi o Japão, onde, afinal, a Restauração Meiji (1868) foi uma revolução nacionalista que desafiou a dominação externa e permitiu que o país se industrializasse. Todos os países de renda média atualmente são retardatários que tiveram de enfrentar a prática dos países ricos imperiais de “chutar a escada” para impedir que se industrializassem e crescessem.⁶ Entre os países de renda média é possível fazer uma distinção entre aqueles que alcançaram plena autonomia nacional, têm uma estratégia nacional de desenvolvimento e, portanto, crescem rapidamente e realizam o *catching up*, e aqueles que continuam a enfrentar as contradições que caracterizam o que chamamos de desenvolvimento “nacional-dependente” – um oxímoro que descreve bem a ambiguidade de suas elites – e se desenvolvem mais lentamente. O primeiro grupo inclui, entre outros, a Coreia do Sul, a Índia e a China; o segundo grupo, países como México e Brasil, que não conseguiram alcançar uma

³ A Austrália e a Nova Zelândia não experimentaram uma revolução industrial *stricto sensu*, mas desenvolveram uma indústria de transformação, e seus setores primários adotaram tecnologias sofisticadas desde o começo.

⁴ Essa distinção entre colonização por povoamento e colonização por exploração mercantil de escravos, elaborada para explicar o atraso dos países que adotaram o segundo tipo de colonização, foi classicamente feita por Caio Prado Jr. nos três primeiros capítulos de sua *História Econômica do Brasil* (1945).

⁵ Alexander Gerschenkron (1962) chamou a Alemanha e os países escandinavos de “retardatários”, porque demoraram a realizar sua revolução industrial. Em nosso sentido da expressão, foram países caracterizados pelo desenvolvimento original.

⁶ Friedrich List utilizou originalmente em 1846 a expressão “*kick away the ladder*” (“chutar a escada”) para descrever o comportamento da Grã-Bretanha quando tentou convencer os alemães a não se industrializarem usando os argumentos da economia liberal clássica que a Grã-Bretanha não seguiu quando estava realizando sua revolução industrial. A expressão foi invocada por Ha-Joon Chang (2002) para descrever o comportamento atual dos países ricos para com os países em desenvolvimento.

autonomia nacional plena; na década de 1970, ficaram altamente endividados em moedas estrangeiras, na década de 1980 passaram por uma grande crise financeira, que suas elites ambivalentes foram incapazes de solucionar e, em meados de 1990, submeteram-se ao consenso neoliberal.

Sofisticação produtiva e salários

O desenvolvimento econômico é um processo de acumulação de capital com a incorporação do progresso técnico, resultando em aumento da produtividade, dos salários e do padrão de vida da população. Esse aumento da produtividade está associado à industrialização ou, mais precisamente, à “sofisticação produtiva”: a transferência de mão de obra para setores com maior valor agregado *per capita*. Essa associação de crescimento econômico e sofisticação tecnológica já era conhecida no distante ano de 1336, quando o rei inglês Eduardo III proibiu as exportações de lã bruta; ele queria que a produção de lã fosse complementada pela produção de tecido a fim de aumentar o valor agregado pelos trabalhadores ingleses ao produto. Dessa perspectiva, o aumento da produtividade, ou da eficiência na produção, acontece não apenas nos mesmos bens e serviços produzidos (uma abordagem microeconômica), mas também na transferência de mão de obra para bens e serviços tecnologicamente mais sofisticados, que pagam maiores salários e implicam um maior valor agregado *per capita* (uma abordagem desenvolvimentista).

Das duas formas de progresso técnico ou de aumento da produtividade – uma ocorrendo nos mesmos produtos, a outra ocorrendo com a transferência de mão de obra para setores com maior valor agregado *per capita* – esta última é mais importante na promoção do *catching up*. Se um país produzir tanto um produto simples como uma commodity quanto um bem complexo como um telefone celular, será mais fácil para esse país aumentar a produtividade transferindo mão de obra da commodity para a produção do telefone do que continuando a produzir a commodity.

O desenvolvimento econômico faz sentido somente se implicar um aumento dos salários reais e uma melhoria dos padrões de vida. A curto prazo, os salários flutuam de acordo com a oferta e a procura de mão de obra, refletindo a qualificação e o poder de negociação dos trabalhadores. Esse poder, por sua vez, depende da taxa de desemprego e de fatores institucionais que afetam as relações de trabalho. A longo prazo, os salários são determinados principalmente pelo custo de reprodução da força de trabalho, na medida em que existe uma oferta ilimitada de mão de obra que, por sua vez, é determinada não apenas por fatores biológicos mas também pelas condições históricas e sociais e costumes existentes. Foi isso que permitiu aos economistas clássicos, em sua teoria da distribuição, considerarem os salários como dados e os lucros como o resíduo – o que sobrava após o pagamento do salário de subsistência. E esse pressuposto também permitiu aos economistas clássicos formularem a hipótese da tendência declinante da taxa

de lucro e da tendência à estagnação econômica no longo prazo, embora a produtividade do trabalho continuasse a aumentar na sua própria época. Para Ricardo, a estagnação seria causada pela diminuição da produtividade da terra em razão do cultivo de áreas cada vez menos férteis; e para Marx ela seria causada pela diminuição da produtividade do capital, ou seja, da relação capital-produto, causada por um processo de trabalho mais intensivo em capital, juntamente com um progresso técnico intensivo em capital.⁷

Mas essas hipóteses não foram confirmadas historicamente. Em primeiro lugar, não houve diminuição de produtividade, seja da terra seja do capital. Em segundo lugar, quando a oferta de mão de obra deixou de ser ilimitada em cada país, observou-se que os salários começaram a aumentar com o aumento da produtividade do trabalho. Em terceiro lugar, a taxa de lucro não caiu; continuou a flutuar dentro do ciclo de negócios, mas permaneceu constante no longo prazo. Tais fatos levaram Bresser-Pereira (1986) a propor uma nova teoria da distribuição, invertendo a teoria clássica. Ao contrário dos salários, é a taxa de lucro que se presume permanece constante a longo prazo e os salários são o resíduo, crescendo com a produtividade se o progresso técnico for neutro. A taxa de lucro flutua amplamente durante todo o ciclo econômico, mas a longo prazo permanece em um nível satisfatório para os empresários investirem porque o progresso técnico não é mais intensivo em capital – em particular, não implica mais em substituir a mão de obra pelo capital – e tornou-se neutro (isto é, com uma relação capital-produto constante) ou mesmo poupador de capital, na medida em que o progresso técnico na maioria dos casos deixa de derivar da “mecanização” (a substituição de mão de obra por capital) mas envolve substituir máquinas antigas e menos eficientes por máquinas mais eficientes.

Os salários crescem proporcionalmente ao aumento da produtividade do trabalho quando o progresso técnico é *neutro*, ou seja, quando a relação produto-capital é constante. Se o progresso técnico for *dispendioso* de capital, ou seja, se a relação produto-capital for decrescente e a taxa de lucro se mantiver constante, a taxa de salários aumentará mais lentamente do que a produtividade e poderá até cair. Como os salários estavam no nível de subsistência na época dos economistas políticos clássicos, não podendo, portanto, ser reduzidos, e porque esses economistas previram uma diminuição da produtividade do capital (que acontece quando o progresso é dispendioso de capital), eles previram que o capitalismo caminhava para a estagnação. Mas quando o progresso técnico se torna *poupador* de capital, os salários podem crescer mais rapidamente do que

⁷ Entendemos o progresso técnico como sendo o aumento da produtividade do trabalho. É consumidor de capital, neutro ou poupador de capital, de acordo com o fato de diminuir, manter ou aumentar a relação capital-produto ou produtividade do capital. Em países como a Grã-Bretanha e a França, que geralmente servem como parâmetro para análises de longo prazo, o progresso técnico foi neutro entre meados do século XIX e meados do século XX. Surpreendentemente, na segunda metade do século XX o progresso técnico tendeu a se tornar intensivo em capital, mesmo se o que prevalecia não fosse mais a substituição da mão de obra por máquinas (o que caracteriza o progresso técnico consumidor de capital), mas a substituição de máquinas antigas por novas, mais eficientes (o que caracteriza o progresso poupador de mão de obra).

a produtividade, enquanto a margem de lucro permanece em um nível *satisfatório*, que leva as empresas a investir. Isso é o que parece ter ocorrido nos países ricos após a Segunda Guerra Mundial, quando pela primeira vez na história do capitalismo a taxa de desigualdade caiu sistematicamente por duas ou três décadas. Entretanto, em meados dos anos 1970 os salários reais naqueles países começaram a crescer mais lentamente do que a produtividade, e a renda se concentrou novamente, embora o progresso técnico não fosse mais caracterizado pela “mecanização” intensiva em capital (substituição de mão de obra por capital) mas pela substituição, poupadora de capital, de máquinas menos eficientes por máquinas mais eficientes (BRESSER-PEREIRA, 1986). A principal explicação para essa mudança é exógena aos sistemas econômicos daqueles países. A queda no crescimento dos salários abaixo do da produtividade refletiu uma pressão sobre os salários oriunda, em primeiro lugar, da nova competição dos países em desenvolvimento, que na década de 1970 começaram a exportar produtos manufaturados, e em segundo lugar, da migração para os países ricos.

Neste capítulo, nosso tema é a relação entre salários, desenvolvimento e industrialização nos países em desenvolvimento. Começamos analisando a fase inicial de construção de uma base de capital, geralmente por meio das exportações de commodities que tiram proveito das rendas ricardianas e, posteriormente, a industrialização por substituição de importações que se beneficia da existência de uma oferta ilimitada de mão de obra. Essa estratégia, no entanto, é necessariamente limitada e se esgota caso os salários permaneçam deprimidos por um excesso de oferta de mão de obra, uma vez que o problema surge da falta de demanda. Os países mais bem-sucedidos resolveram esse problema exportando produtos manufaturados e concentrando renda na classe alta e na classe média, enquanto os aumentos salariais para os trabalhadores menos qualificados foram mantidos abaixo do aumento da produtividade. Finalmente, demonstramos como os salários são determinados no processo de industrialização. Os salários aumentam, de um lado à medida que a mão de obra se torna tecnicamente qualificada e, por outro lado, à medida que a mão de obra é transferida de setores com baixo valor agregado *per capita* para setores com alto valor agregado *per capita*. Assim, a teoria clássica do valor ajuda-nos a entender o aumento dos salários e o desenvolvimento econômico, na medida em que os setores econômicos com maior valor agregado *per capita* são setores tecnologicamente sofisticados, que exigem mão de obra qualificada nos níveis técnico e administrativo, cujo custo de reprodução socialmente aceitável se torna cada vez maior.

O “ponto de inflexão de Lewis”

Países pobres e pré-industriais têm uma estrutura produtiva onde coexistem setores de subsistência ou tradicionais e setores modernos. São sociedades “duais”, onde os setores tradicionais, geralmente concentrados na agricultura de subsistência e nos serviços,

coexistem com os setores mais avançados, concentrados nos setores manufatureiros e de serviço. Como consequência, Arthur Lewis (1954) identificou a existência de uma oferta *ilimitada* de mão de obra nesses países – uma oferta de trabalhadores dos setores tradicionais que pode ser transferida para os setores modernos. Os bens produzidos nos setores tradicionais exigem pouca qualificação por parte dos trabalhadores; portanto, o valor agregado *per capita*, ou produtividade, é baixo, e os salários também são proporcionalmente baixos.

O desenvolvimento econômico geralmente acontece nesses países quando empresários locais ou estrangeiros aproveitam-se da disponibilidade de recursos naturais abundantes e baratos – e das rendas ricardianas que eles proporcionam – e conseguem produzir uma commodity de acordo com padrões internacionais e exportá-la. Entretanto, os salários médios pagos por esse setor são muito baixos e não aumentam na proporção direta da produtividade porque os empresários se aproveitam da oferta ilimitada de mão de obra no setor tradicional. Por meio da produção de commodities, o país realiza sua acumulação primitiva de capital. O Estado participa da formação dessa acumulação original taxando as exportações dessas commodities e investindo a receita na infraestrutura do país.

A partir de um certo momento, o país se industrializará (se for capaz de neutralizar a doença holandesa, que aprecia permanentemente a taxa de câmbio), tirando proveito da infraestrutura energética, de transporte e de comunicação que as exportações de commodities financiaram. Eclode então a revolução industrial, impulsionada pelos investimentos combinados do Estado e dos empresários industriais. Numa primeira fase, o problema da demanda é resolvido pela estratégia de substituição de importações, porque ela cria demanda por produtos intermediários. Ao mesmo tempo, a renda se concentra, dada a existência de uma oferta ilimitada de mão de obra. Essa fase de substituição de importações deve ser breve porque implica que a eficiência produtiva está caindo, na medida em que um número cada vez maior de setores é protegido. Essa fase tende a começar com a proteção das indústrias de transformação, onde o país pode alcançar produtividade satisfatória, mas, no decorrer do tempo, a substituição se estende para indústrias cada vez mais sofisticadas e com intensidade de capital cada vez maior, e, em consequência, pode haver a queda da taxa de lucro e a quase estagnação da economia, como sugeriu Celso Furtado (1966).

Assim que se esgota a industrialização por substituição de importações, surge o problema da insuficiência de demanda. Os empresários ainda se beneficiam dos baixos salários mas carecem de compradores. O crescimento exige demanda interna, mas essa demanda tende a continuar insuficiente na medida em que ainda existe uma oferta ilimitada de mão de obra, e os salários aumentam a uma velocidade mais baixa do que a produtividade. Apesar disso, durante um certo período as baixas rendas dos trabalhadores não qualificados podem ser compensadas pelos ordenados da classe média tecnoburocrática, que cresce e representa uma fonte alternativa de demanda

agregada. Essa classe compra bens de consumo de luxo, especialmente veículos. No entanto, essa estratégia também é breve porque implica uma concentração de renda ainda maior. A partir de então, a insuficiência de demanda que resulta da tendência dos salários a crescerem mais lentamente do que a produtividade manifesta-se claramente e se torna um grande obstáculo ao crescimento sustentado. As taxas de crescimento declinam e o esforço no sentido da diversificação de produtos perde estímulo. Nesse cenário, as margens de lucro são altas, mas o nível da demanda agregada não é suficiente para estimular os empresários a investirem. O país não pode mais depender apenas da demanda interna protegida para continuar a crescer e se industrializar. Não tem alternativa senão adotar uma estratégia voltada para as exportações (*export-led*); exportar os produtos manufaturados cuja tecnologia dominou. Foi isso que aconteceu no Brasil e na Coreia do Sul nos anos 1960. Além disso, o Estado pode adotar uma política de aumentos reais de salário para garantir a demanda interna, particularmente aumentando o salário mínimo, mas essa política é limitada pela taxa de lucro satisfatória exigida pelos empresários. E o Estado pode aumentar seu investimento e seus gastos sociais, aumentando assim indiretamente os salários. Essa é uma maneira mais eficiente de melhorar a qualidade de vida do povo e de criar demanda do que aumentando os salários.

Quando um país realiza essa segunda fase de sua industrialização e se engaja na exportação de produtos manufaturados, ele completa sua revolução industrial e capitalista e se torna um país de renda média. Durante algum tempo sua competitividade internacional ainda se beneficia da oferta ilimitada de mão de obra que continua a forçar os salários para baixo. A China e a Índia, por exemplo, apresentam essas condições atualmente. Entretanto, como resultado do processo de industrialização e de urbanização, a taxa de natalidade declina, enquanto os indicadores de expectativa de vida aumentam, e o Estado investe nos serviços sociais substanciais de educação, assistência à saúde e seguridade social. Cerca de 15 a 20 anos após a queda da taxa de natalidade, a oferta de mão de obra é afetada e o país atinge o “ponto de inflexão de Lewis” – o ponto em que a oferta ilimitada de mão de obra se esgota e o crescimento insuficiente da demanda interna em razão da tendência dos salários a crescerem a uma taxa menor do que a produtividade não é mais um obstáculo ao desenvolvimento. Foi isso, por exemplo, que aconteceu no Brasil na década de 2000. A partir de então, os salários crescem juntamente com a produtividade e o mercado interno novamente desempenha um papel decisivo no desenvolvimento econômico. No entanto, isso não significa que o país pode voltar ao modelo de substituição das importações. A manutenção do crescimento dependerá da capacidade do país de continuar a exportar produtos manufaturados porque seguirá sendo impraticável, de uma perspectiva econômica, reduzir o coeficiente de importações. O investimento também terá de ser substancial a fim de garantir um aumento da produtividade alinhado com o aumento dos salários causado pelo esgotamento da oferta ilimitada de

mão de obra, mantendo assim o fortalecimento do mercado interno compatível com a garantia da taxa de lucro necessária para os empresários.

Resumo

O desenvolvimento econômico é um processo de acumulação de capital com a incorporação do progresso técnico e melhoria dos padrões de vida da população de um país. É um processo histórico associado à revolução nacional e industrial ou revolução capitalista do país. Somente quando uma nação conseguir efetivamente formar um Estado-nação autônomo será capaz de construir um mercado interno e promover a industrialização, que é inicialmente orientada para esse mercado interno. Nos países atrasados, o desenvolvimento econômico é um processo de *catching up* (alcançar os desenvolvidos), em que são forçados a enfrentar o imperialismo industrial dos países que se industrializaram originalmente.

O desenvolvimento econômico é um processo de aumento da produtividade da mão de obra ou da renda *per capita* que implica industrialização ou, mais precisamente, sofisticação produtiva. Há duas maneiras de aumentar a produtividade. Uma delas é aperfeiçoar os processos produtivos de um determinado bem ou serviço; a outra é transferir mão de obra de setores tecnologicamente pouco sofisticados que empregam mão de obra de baixa qualificação, com baixos salários e representando baixo valor agregado *per capita*, para setores tecnologicamente sofisticados que exigem mão de obra qualificada. Esta segunda maneira de aumentar a produtividade é historicamente mais importante e se expressa na industrialização – a transferência de mão de obra da agricultura para a indústria de transformação. Hoje em dia, porém, quando também temos serviços altamente sofisticados tecnologicamente, é melhor identificar o desenvolvimento econômico não com a industrialização, mas com a sofisticação produtiva.

O desenvolvimento econômico em um país atrasado geralmente começa com a produção de commodities das quais o país deriva rendas ricardianas e que, por essa razão, podem ser exportadas com lucro apesar da baixa produtividade. Num segundo momento, se o país conseguir neutralizar a doença holandesa, ele se industrializará por meio da substituição das importações. Mas esse tipo de crescimento, baseado numa demanda interna protegida, é logo exaurido na medida em que a indústria de transformação, excessivamente protegida, se torna ineficiente. Depois de uma inevitável crise econômica, o país bem-sucedido tira proveito da mão de obra barata exportando produtos manufaturados, enquanto a oferta ilimitada de mão de obra existente deprime os salários e a demanda interna. Finalmente, à medida que a taxa de natalidade declina, a oferta ilimitada de mão de obra é também exaurida e o país em desenvolvimento, que é agora um país de renda média, atinge o “ponto de inflexão de Lewis”, depois do qual o crescimento, a produtividade, os salários e as exportações precisam crescer de maneira relativamente equilibrada.

Questões

1. Historicamente o desenvolvimento econômico - entendido como um processo de acumulação de capital com incorporação de progresso técnico que causa o aumento da renda *per capita* e dos padrões de vida da população - coincidiu com o surgimento da revolução industrial em cada país. Isso posto, explique:
 - Por que o desenvolvimento econômico assim definido necessita de uma mudança estrutural no sistema produtivo?
 - Por que seria difícil, senão impossível, a um país desenvolver-se realizando o *catching up* ou alcançamento por intermédio de uma estrutura produtiva especializada em atividades primário-exportadoras?
2. O que é o Estado? E por que faz pouco sentido opor o Estado ao mercado?
3. Considere a seguinte afirmação: "Se o Brasil tivesse se especializado na produção de bens em que possui vantagens comparativas (na produção de bens primários) e importado os demais bens, teria consumido uma quantidade maior de bens e serviços no período 1930-1980 do que pôde consumir a partir da estratégia de industrialização baseada na substituição de importações." Você concorda ou discorda dessa afirmação? Explique.
4. Qual a importância da *sofisticação produtiva* para um processo de *catching-up*?

3

FUNÇÃO INVESTIMENTO, DEMANDA E CÂMBIO

Em um país que já completou seu processo de industrialização ou sua revolução capitalista e se tornou um país de renda média, o crescimento de longo prazo é determinado pela taxa de investimento que, como mostrou Keynes, depende da demanda agregada, e, como demonstrou o novo desenvolvimentismo, depende do acesso a ela proporcionado por uma taxa de câmbio competitiva. O crescimento depende da demanda agregada porque o investimento e o crescimento não dependem de poupança prévia ou da disponibilidade dos meios de produção mas, contrariamente aos ensinamentos do pensamento econômico ortodoxo, depende da existência de oportunidades de investimento lucrativo e da disponibilidade de financiamento. Numa economia capitalista madura, mesmo se num estágio médio de desenvolvimento, os meios de produção são produzidos dentro do sistema, de tal forma que sua oferta nunca pode ser dada como certa. Nesse cenário, o ritmo da criação de recursos produtivos é determinado pela velocidade de expansão da demanda agregada. Mais especificamente, é determinado pela expansão dos componentes da demanda agregada que são autônomos em relação ao nível e/ou variação da produção e da renda, uma vez que é essa expansão que cria oportunidades de investimento e encoraja capitalistas ou empresários ativos a investirem.

Numa pequena economia aberta que não tem moeda conversível e se financia externamente em moeda estrangeira,¹ como o que se observa em países de desenvolvimento inclusive os de renda média, o componente autônomo da demanda agregada consiste nas exportações. Por outro lado, como veremos mais adiante, dada restrição externa causada pela elasticidade maior que 1 das importações de bens manufaturados pelos países em desenvolvimento e dada a uma elasticidade menor que 1 das importações de

¹ Sobre o conceito de moeda conversível, ver Franco (1999).

bens primários pelos ricos, a taxa de crescimento das exportações tem que ser *maior* do que a taxa de crescimento do PIB. Isto só não é verdade no breve período em que o país ainda está no modelo de substituição de importações, ou no momento ainda mais breve no qual o país tenta crescer tomando emprestado em moeda estrangeira. Assim, como se pode deduzir do modelo de restrição externa que Prebisch (1959) propôs e Thirlwall (1979) formalizou, a taxa de crescimento do PIB será menor do que a taxa de crescimento das exportações, e, portanto, desta depende.

O consumo interno não pode impulsionar o crescimento de longo prazo a não ser que a parcela dos salários na renda aumente persistentemente no decorrer do tempo, o que é, em princípio, *incompatível* com uma taxa satisfatória de lucro esperada, a menos que o progresso técnico seja poupador de capital² (o que ocorre raramente) ou que os consumidores estejam se endividando (o que não é sustentável). Portanto, a existência de limites definidos para o aumento da participação dos salários na renda torna impossível impulsionar indefinidamente o crescimento do produto aumentando os salários mais rapidamente do que a produtividade do trabalho. A alternativa – o crescimento impulsionado pelos gastos públicos – é também insustentável no médio prazo porque, se esses gastos aumentarem sem que haja uma redução no lucro dos empresários e nos salários dos trabalhadores, o país incorrerá, mais cedo ou mais tarde, em excesso de demanda e aumento da inflação combinado com crise de balanço de pagamentos ou cambial.³

Em qualquer caso, o financiamento dos investimentos é essencial. Por isso, é essencial que haja um sistema bancário nacional e principalmente um ou mais bancos de desenvolvimento nacionais que financiem em moeda local os empresários e as empresas que são capazes de inovar. Desse modo, sistemas de poupança forçada, como fundos de investimentos financiados por impostos, são importantes. Sendo assim, a formação de um mercado financeiro interno é necessária. Por isso, os lucros das empresas públicas de infraestrutura são essenciais para o financiamento de sua expansão. Na verdade, o financiamento de todas as empresas se dá, principalmente, pelo reinvestimento dos lucros, e, depois, por instituições financeiras.

Na medida em que os empresários dos países em desenvolvimento, onde a mão de obra é relativamente barata, obtêm crédito e logram utilizar tecnologia semelhante à existente nos países mais avançados, eles se tornam competitivos internacionalmente e passam a exportar, ao mesmo tempo em que a taxa de investimento e de poupança interna cresce, o desenvolvimento econômico do país se acelera, e sua parcela nas exportações mundiais aumenta. Um crescimento não baseado nas exportações, mas no

² O progresso técnico poupador de capital é o tipo de progresso técnico causado pela diminuição do custo de capital se comparado a sua capacidade de aumentar o produto ou, em outras palavras, pelo aumento da relação produto-capital.

³ Observe-se que existem dois tipos de crise financeira: a crise de balanço de pagamentos ou cambial, que decorre do endividamento em moeda estrangeira, e é típica dos países em desenvolvimento, e a crise bancária, que decorre de endividamento na própria moeda, e é típica dos países ricos.

modelo de substituição de importações só faz sentido para os países na sua fase inicial de desenvolvimento econômico. Outra alternativa enganosa é o recurso à “poupança externa”, ou seja, aos déficits em conta-corrente. Primeiro, porque nenhum país pode crescer indefinidamente com um crescente desequilíbrio de seu balanço de pagamentos derivado de endividamento externo; segundo, porque déficits em conta-corrente implicam, como veremos, valorização cambial e desestímulo ao investimento. E isso é ainda mais verdadeiro no caso dos países cuja moeda não é conversível, como são os países em desenvolvimento, e estão sempre ameaçados de crise de balanço de pagamentos. Logo, o país terá que contar com o aumento das exportações, e, portanto, da demanda externa e do acesso a ela, para crescer. Esse raciocínio, porém, não implica crescimento apenas das exportações de commodities. Deve haver, principalmente, um aumento da exportação de manufaturados, porque sua sofisticação produtiva ou valor adicionado *per capita* é maior do que no setor primário e no de serviços.

Função investimento, demanda agregada e poupança

A taxa de crescimento de longo prazo de um país é função da taxa de investimento, dada a relação capital-produto. Os investimentos, por sua vez, segundo o pensamento clássico, dependem da existência de oportunidades de investimento lucrativo e do custo do capital. Keynes naturalmente concordou com esse enunciado, mas acrescentou que as oportunidades de investimentos lucrativos dependem da existência de demanda. Mas existem argumentos mais fortes mostrando que o crescimento econômico é impulsionado pela demanda agregada. Em primeiro lugar, o investimento depende diretamente da demanda. Nenhum empresário investirá se não souber se há demanda para os bens e serviços que pretende produzir. Em segundo lugar, o investimento, por sua própria natureza, aumenta a disponibilidade de capital e de capacidade produtiva. Na verdade, tanto o ritmo de crescimento da disponibilidade dos fatores de produção quanto o ritmo do progresso tecnológico são determinados, a longo prazo, pela taxa de expansão da demanda agregada. Nós também naturalmente concordamos com Keynes, mas acrescentamos que nos países em desenvolvimento não basta que haja demanda: dado o fato de que, como veremos, a taxa de câmbio tende a estar apreciada no longo prazo, os investimentos também dela dependem, porque é a taxa de câmbio que dá às empresas e aos empresários potenciais *acesso* ou não à demanda existente. Se estiver sobreapreciada e houver uma demanda interna forte, esta demanda será capturada pelas importações.

Em síntese, dado que a motivação fundamental dos empresários e das empresas é o lucro, a taxa de investimento depende da existência de oportunidades lucrativas de investimento, que por sua vez dependem da demanda agregada, cujo acesso depende de a taxa de câmbio ser competitiva no longo prazo. Se houver demanda e a taxa de câmbio estiver flutuando em torno do equilíbrio competitivo, as empresas responderão

aumentando a produção e a capacidade produtiva. A taxa de lucro esperada deve assegurar às empresas uma taxa de retorno “satisfatória” sobre o capital, que será tanto menor quanto menor for o custo do capital.

Quando ocorre a acumulação de capital, o progresso técnico também ocorre, incorporado tanto ao capital quanto ao trabalho. Esse progresso se expressa no aumento da produtividade, ou no aumento da produção por trabalhador, e também no aumento da relação produto-capital, ou seja, na produtividade do capital ou na relação capital-produto, que não mais tende a ser intensiva em capital e se torna neutra ou mesmo poupadora de capital em razão desse progresso técnico.

A teoria econômica desenvolvimentista surgiu quando o pensamento keynesiano estava se tornando dominante, de forma que os economistas estruturalistas compreenderam desde o início a importância da demanda para o desenvolvimento econômico. Os empresários investem somente quando percebem boas oportunidades de investimento, que dependem da demanda. Nicholas Kaldor (1978, p. 157) argumentava que o crescimento é impulsionado pela demanda porque os meios de produção empregados em uma economia capitalista moderna são eles próprios bens que são produzidos dentro do sistema. Consequentemente, a “disponibilidade” dos meios de produção nunca pode ser considerada como independente de sua demanda. Nesse contexto, o problema econômico fundamental não é a alocação de um determinado montante de recursos entre um grande número de alternativas disponíveis, como pensaria um economista neoclássico, mas antes a determinação do ritmo de criação desses recursos. Nas palavras de Mark Setterfield, um dos defensores dessa abordagem teórica:

O uso de meios de produção produzidos implica que a “escassez de recursos” nas atividades de processamento não pode ser pensada como sendo independente do nível de atividade da economia. O que é mais importante nas atividades de processamento é a propensão dinâmica da economia a criar recursos (ou seja, aprofundar e/ou ampliar seu estoque de capital) e não o problema estático da alocação de recursos. (SETTERFIELD, 1997, p. 50)

Para compreender a endogeneidade de longo prazo da disponibilidade dos fatores de produção, devemos começar pela análise da disponibilidade de capital. O montante de capital existente em um determinado ponto no tempo – ou melhor, a capacidade produtiva existente na economia – resulta de decisões anteriores de investir em capital fixo. Segue-se que o estoque de capital não é uma constante determinada pela “natureza”, mas depende do ritmo em que os empresários desejam expandir o estoque de capital existente na economia.

Consequentemente, a determinante fundamental do “estoque de capital” é a decisão de investir. O investimento, por sua vez, depende de dois conjuntos de fatores: (a) a taxa de juros ou custo de oportunidade do capital; e (b) as oportunidades de lucro percebidas

pelas empresas, condicionadas pelas expectativas com relação ao futuro crescimento da demanda por bens e serviços, e a taxa de câmbio que, se não estiver sobreapreciada, garante o acesso à demanda. Nesse cenário, se os empresários previrem um crescimento estável da demanda por seus bens e serviços – como se poderia esperar no caso de uma economia que está mostrando um crescimento forte e sustentável ao longo do tempo – então eles farão grandes investimentos na expansão de sua capacidade produtiva.

Em outras palavras, o investimento ajusta-se ao crescimento esperado da demanda, desde que uma restrição fundamental seja satisfeita, a saber, que a taxa de retorno sobre o capital esperada pelos empresários seja superior ao custo do capital pago aos capitalistas rentistas, e desde que a taxa de câmbio flutue em torno do equilíbrio competitivo que neste livro chamaremos de “equilíbrio industrial”. Dada uma taxa de câmbio competitiva, quanto maior for a diferença entre a taxa esperada de lucro e a taxa de juros, maiores serão as oportunidades de investimento e maior será a taxa de investimento. Quando observamos taxas muito altas de investimento, como ocorreram durante o “milagre brasileiro” de 1968–1972, ou o crescimento da China desde 1980, podemos ter certeza de que a taxa de câmbio é competitiva, que a taxa de juros é relativamente baixa, e que a taxa de lucro esperada é alta. Assim, a “disponibilidade de capital” não pode ser vista como um obstáculo ao crescimento de longo prazo. É verdade que no curto e médio prazos a produção não pode aumentar além do que permite a capacidade física de produção da economia. A longo prazo, no entanto, a capacidade produtiva pode ser ampliada – por meio do investimento em capital físico – de modo a satisfazer a demanda agregada por bens e serviços.

A teoria ortodoxa opõe-se à ideia de crescimento puxado pela demanda sob a alegação de que o investimento depende de “poupança prévia”, ou seja, qualquer aumento nos gastos em investimento exige, antes de sua implementação, um aumento da taxa de poupança da economia. Nesse cenário, os economistas ortodoxos argumentam que a “disponibilidade de capital” é limitada pela fração de sua renda que uma sociedade está disposta a não consumir, ou seja, pela poupança total, soma das poupanças privadas (das famílias e empresas), da poupança do Estado e da poupança externa. Assim, em lugar de assumir uma economia monetária onde os empresários têm acesso ao crédito e admitir com Keynes que o investimento é determinado pelas decisões de investimento financiadas pelo crédito, estamos de volta à economia do “cofrinho”, onde as crianças colocam suas economias.

A relação entre poupança e investimento foi objeto de intenso debate entre os economistas neoclássicos e keynesianos após a publicação da *Teoria Geral* de Keynes em 1936,⁴ provavelmente porque a hipótese contraintuitiva e inovadora que Keynes apresentou nesse livro foi que o investimento não precisa de poupança prévia para ser

⁴ Sobre a discussão entre Keynes e os economistas clássicos sobre a relação entre poupança e investimento e a determinação da taxa de juros, ver Oreiro (2000).

implementado. Na realidade, a execução de gastos em investimento exige apenas a disponibilidade de crédito que, por sua vez, depende da criação de liquidez pelo sistema financeiro. Essa é a assim chamada demanda por dinheiro oriunda do motivo “finanças” (CARVALHO, 1992, p. 148-153). Se os bancos estiverem dispostos a estender suas linhas de crédito – mesmo que as de curto prazo – sob condições favoráveis, é possível que as empresas comecem a implementar seus projetos de investimento encomendando máquinas e equipamentos dos produtores de bens de capital. Uma vez que os gastos em investimento tenham sido implementados, terá sido criada uma renda agregada de magnitude equivalente. Isso estimulará o consumo, criando um efeito multiplicador do investimento inicial de tal forma que, no final do processo, a poupança agregada crescerá em razão do aumento da renda e será ajustada ao novo valor do investimento em capital físico. A poupança assim criada poderá então ser usada para *financiar* as dívidas de curto prazo das empresas com os bancos comerciais; ou seja, as empresas serão capazes – mediante lucro acumulado, venda de ações ou colocação de títulos e valores mobiliários no mercado – de pagar a dívida incorrida com os bancos comerciais sempre que necessitarem de liquidez para implementar seus projetos de investimento. A poupança, portanto, sempre e de alguma forma ajusta-se ao nível de investimento desejado pelos empresários (DAVIDSON, 1986).⁵

Os obstáculos à expansão da capacidade produtiva são de natureza financeira; mais especificamente, eles provêm do custo de capital possivelmente excessivo. Como observamos, as empresas estarão dispostas a ajustar o tamanho de sua capacidade produtiva ao crescimento previsto da demanda, desde que a taxa interna de retorno esperada dos novos projetos de investimento seja superior ao custo de oportunidade do capital. Grosseiramente falando, podemos definir o custo do capital como igual à taxa média de juros que uma empresa deve pagar pelos recursos exigidos para financiar seus projetos de investimento. Há três fontes de recursos para o financiamento de projetos de investimento: lucro acumulado, endividamento e emissão de ações. Desse modo, o custo do capital é uma média do custo de cada uma dessas fontes de financiamento ponderada pela proporção de cada uma no passivo total de uma empresa. Enquanto os empresários ou os capitalistas ativos – cuja razão de existência é o investimento ou a acumulação de capital – desejam que o custo de capital seja o mais baixo possível (segundo a famosa “eutanasia do rentista” de Keynes), os capitalistas rentistas lutam para que esse custo do

⁵ Devemos notar que a determinação da poupança pelo investimento também acontece numa economia que opera em situação de “pleno emprego”. Na verdade, como alegado por Kaldor (1957), numa economia que opera numa trajetória de crescimento equilibrada por pleno emprego da força de trabalho, um aumento da taxa de investimento resultará num aumento das margens de lucro, dando origem assim a uma redistribuição de renda dos trabalhadores para os capitalistas. Como a propensão dos capitalistas a poupar é maior do que a dos trabalhadores, esse aumento da parcela dos lucros na renda resultará num aumento da taxa de poupança agregada.

capital seja o mais alto possível e que a taxa de inflação seja a mais baixa possível, para que a taxa real de juros seja alta.

E a disponibilidade de mão de obra? Pode a quantidade de mão de obra ser vista como um obstáculo ao crescimento da produção a longo prazo? Por uma série de razões, as limitações à disponibilidade de trabalhadores dificilmente podem ser vistas como um obstáculo ao crescimento. Primeiramente, o número de horas trabalhadas, dentro de certos limites, pode aumentar rapidamente em resposta a um aumento do nível de produção. Em segundo lugar, a taxa de participação – definida como a porcentagem da população economicamente ativa que constitui a força de trabalho – pode aumentar em resposta a um forte aumento da demanda de mão de obra (THIRLWALL, 2002, p. 86). Na prática, durante períodos em que a economia cresce rapidamente, o custo de oportunidade do lazer – medido pela renda “perdida” pelo indivíduo que “escolhe” não trabalhar (homens jovens, mulheres casadas e aposentados) – tende a ser muito alto, levando a um forte aumento da taxa de participação na força de trabalho. Nesse cenário, a taxa de crescimento da força de trabalho poderá se acelerar em razão do ingresso de indivíduos que, durante os períodos anteriores, tinham decidido permanecer fora dela. Finalmente, devemos salientar que o tamanho da população e o tamanho da força de trabalho não são fixados do ponto de vista da economia nacional. Isso acontece porque uma ocasional escassez de mão de obra – mesmo de mão de obra qualificada – pode ser corrigida pela imigração de trabalhadores de países estrangeiros. Por exemplo, países como a Alemanha e a França foram capazes de manter altas taxas de crescimento durante as décadas de 1950 e 1960 com a imigração de trabalhadores vindos da periferia da Europa (Espanha, Portugal, Grécia, Turquia e sul da Itália).

Nas economias abertas, há dois componentes autônomos da demanda agregada, a saber, exportações e gastos públicos.⁶ Os gastos em investimentos privados não são um componente autônomo da demanda agregada, uma vez que a decisão de investir em capital fixo é fundamentalmente determinada pelas expectativas empresariais com relação à futura expansão do nível de produção e de vendas, de acordo com a assim chamada hipótese do acelerador do investimento (HARROD, 1939). Além disso, depende do nível da taxa de câmbio real, porque, segundo o novo desenvolvimentismo, a taxa de câmbio tende a ficar sobrevalorizada no longo prazo – o que leva as empresas a considerar nos seus cálculos de investimento essa taxa não competitiva.

⁶ Devemos fazer uma importante distinção aqui entre os gastos de consumo corrente do governo e seus gastos em investimento. Embora ambos os tipos de gastos governamentais sejam “autônomos” com relação ao nível e/ou a variação da renda corrente, os gastos em investimento dão origem a uma externalidade positiva sobre os investimentos privados, em parte porque seu multiplicador é maior. Por essas razões, uma política de crescimento baseada na expansão fiscal deve dar prioridade a um aumento dos gastos em investimento em lugar dos gastos de consumo corrente. Sobre os efeitos dos investimentos públicos sobre o crescimento de longo prazo, ver Oreiro, Silva e Fortunato (2008).

Em outras palavras, o investimento não é uma variável “exógena” do ponto de vista do processo de crescimento, pois é induzido pelo aumento dos níveis de renda e de produção que definem a demanda efetiva, e pela taxa de câmbio, que define o acesso a essa demanda.

O consumo, por outro lado, depende em grande parte dos salários totais que, dada a distribuição de renda entre salários e lucros, é uma função do nível de produção e de emprego. Consequentemente, dada a distribuição funcional da renda, o consumo não é um componente autônomo da demanda agregada, e não pode nem impulsionar nem puxar o crescimento econômico de longo prazo. Isso significa que um padrão ou regime de crescimento orientado pelo consumo só é possível em um cenário onde a distribuição funcional da renda se altera ao longo do tempo em favor da classe trabalhadora, ou seja, se houver um persistente aumento da parcela dos salários na renda.⁷

Disso se segue que, dada a distribuição funcional da renda, o crescimento da renda e da produção a longo prazo é a média ponderada das taxas de crescimento das exportações e dos gastos públicos. Para uma pequena economia aberta que carece de uma moeda conversível, como é o caso da grande maioria dos países de desenvolvimento médio, a taxa de crescimento das exportações é a variável exógena por excelência. A razão é que, se a taxa de crescimento dos gastos públicos for maior do que a taxa de crescimento das exportações, então o produto e a renda interna crescerão mais do que as exportações. Se a elasticidade-renda das importações for maior do que 1 (como costuma acontecer nos países de desenvolvimento médio), então as importações crescerão mais do que as exportações, gerando um crescente déficit comercial que provavelmente será insustentável a longo prazo.

A taxa de crescimento das exportações é igual ao produto da elasticidade-renda das exportações (ε) pela taxa de crescimento da renda do resto do mundo (z).⁸ Assim, nos termos da equação de Thirlwall, à qual voltaremos no próximo capítulo, podemos concluir que a taxa potencial de crescimento do produto real (\dot{g}), na abordagem keynesiana do crescimento puxado pela demanda agregada, é dada por:

$$\dot{g} = \varepsilon z \quad (3.1)$$

⁷ Modificações na distribuição funcional da renda entre salários e lucros poderão ocorrer somente dentro de certos limites, ao risco de tornar a existência das economias capitalistas impossível a longo prazo. Como observado por Kaldor (1956, 1957), a parcela dos lucros na renda tem um limite mais baixo determinado pela necessidade de obter uma taxa de lucro mínima, abaixo da qual os capitalistas deixam de investir e/ou de utilizar seu capital produtivamente. Assim, torna-se impossível manter indefinidamente uma trajetória de crescimento orientada pelo consumo: em algum momento, o aumento da parcela dos salários na renda fará com que a parcela dos lucros na renda atinja seu valor mínimo. Quando isso acontecer, o consumo não será mais capaz de crescer de forma autônoma em relação ao crescimento do nível de produção e renda.

⁸ Isso presume que os termos de troca permaneçam constantes ao longo do tempo.

Desenvolvimento e progresso técnico

O último elemento a ser considerado é o progresso tecnológico. Pode o ritmo da inovação ou a inventividade da economia serem considerados como uma restrição ao crescimento de longo prazo? Se considerarmos que o progresso tecnológico é exógeno, então certamente o ritmo de expansão da tecnologia limitará o crescimento. No entanto, o progresso tecnológico não é exógeno ao sistema econômico. Em primeiro lugar, o ritmo de introdução das inovações pelas empresas é em grande parte determinado pelo ritmo de acumulação do capital, uma vez que a maioria das inovações tecnológicas é “incorporada” em máquinas e equipamentos recentemente produzidos. De acordo com essa perspectiva-chave da teoria econômica desenvolvimentista, particularmente no trabalho de Ragnar Nurkse e Celso Furtado, o progresso técnico é incorporado ao processo de acumulação de capital. Kaldor (1957) formalizou essa ideia por meio de sua “função de progresso técnico”, que estabeleceu a existência de uma relação estrutural entre a taxa de crescimento do produto por trabalhador e a taxa de crescimento do capital por trabalhador. De acordo com Kaldor, é impossível distinguir entre o crescimento da produtividade que resulta da incorporação de novas tecnologias e aquele que resulta de um aumento do capital por trabalhador, pois a maioria das inovações tecnológicas que aumentam a produtividade do trabalho demanda a utilização de um maior volume de capital por trabalhador, porque elas são incorporadas a novas máquinas e equipamentos. Assim, uma aceleração da taxa de acumulação de capital – induzida, por exemplo, por uma perspectiva mais favorável de aumento da demanda – leva a um ritmo mais veloz de progresso tecnológico e, portanto, de crescimento da produtividade do trabalho.

Em segundo lugar, aquela parte do progresso tecnológico “não incorporada (à acumulação de capital)” é causada por “economias dinâmicas de escala”, como “aprender fazendo”. Conseqüentemente, uma “relação estrutural” se estabelece entre a taxa de crescimento da produtividade do trabalho e a taxa de crescimento da produção, o que é conhecido na literatura econômica como “lei de Kaldor-Verdoorn” (LEÓN-LEDESMÁ, 2002). Nesse cenário, um aumento da demanda agregada, provocando uma aceleração na taxa de crescimento da produção, acaba por acelerar o ritmo de crescimento da produtividade do trabalho.

Como corolário de todo esse argumento, segue-se que o conceito de “produto potencial” ou “nível de produto de pleno emprego”, tão importante para as abordagens neoclássicas do crescimento econômico, é basicamente um conceito de curto prazo que ignora o fato de que a disponibilidade de fatores de produção e o próprio ritmo do progresso tecnológico são variáveis endógenas ao processo de crescimento ou desenvolvimento econômico.

Mas existem argumentos mais fortes mostrando que o crescimento econômico é impulsionado pela demanda agregada. Em primeiro lugar, o investimento depende diretamente da demanda. Nenhum empresário investirá se não souber se há demanda

para os bens e serviços que pretende produzir. Em segundo lugar, o investimento, por sua própria natureza, aumenta a disponibilidade de capital e de capacidade produtiva. Na verdade, tanto o ritmo de crescimento da disponibilidade dos fatores de produção quanto o ritmo do progresso tecnológico são determinados, a longo prazo, pela taxa de expansão da demanda agregada.

O crescimento determinado pela oferta

E o crescimento pelo lado da oferta? Naturalmente, melhor educação, tecnologia mais desenvolvida, instituições mais adequadas ao crescimento e investimento na infraestrutura são importantes para o desenvolvimento econômico, mas excetuado o investimento em infraestrutura, são melhorias que ocorrem no longo prazo. No curto e médio prazo, o importante é que haja demanda e acesso à demanda, que levem os empresários a investir. O pensamento econômico ortodoxo geralmente comete o erro de se limitar a reproduzir o senso comum, em lugar de examinar como as variáveis econômicas efetivamente interagem no mercado. Assim como os economistas neoclássicos presumem que os agentes econômicos primeiro poupam para depois investir, os modelos neoclássicos de crescimento, começando pelo modelo de Solow (1956, 1957), presumem que o limite fundamental ao crescimento de longo prazo é determinado pelas condições de oferta da economia, de tal forma que não há sentido em considerar se existe ou não demanda para os bens. Mais especificamente, esses modelos consideram que o crescimento de longo prazo do produto real é determinado pela taxa de acumulação dos fatores de produção (capital e trabalho) e pela taxa de crescimento da produtividade do trabalho, que se tornaram possíveis em razão do progresso tecnológico. A demanda agregada é relevante apenas para explicar o grau de utilização da capacidade produtiva, e não tem impacto direto sobre a determinação de seu ritmo de expansão. Embora Keynes tenha feito a crítica definitiva de Lei de Say no primeiro capítulo da *Teoria Geral* (1936), ela continua válida segundo a teoria neoclássica. Consequentemente, uma mera identidade contábil (o produto ou a soma da produção agregada é igual à soma dos salários, lucros e rendimentos do capital, que é igual a consumo mais investimento – numa economia fechada) se transforma numa lei econômica incompatível com as crises econômicas: a oferta (a disponibilidade dos fatores de produção) determina a demanda agregada.

A partir da perspectiva neoclássica, os fatores do lado da oferta da economia determinam a *tendência* de crescimento das economias capitalistas a longo prazo. A demanda agregada é responsável apenas pelas flutuações ou “ciclos econômicos” que a economia experimenta à medida que manifesta sua tendência de longo prazo. Assim, a essência da abordagem neoclássica do crescimento de longo prazo consiste na crença de que a tendência de crescimento das economias capitalistas é *independente* da demanda agregada. A estimativa da tendência de longo prazo baseia-se na assim chamada

“contabilidade do crescimento”, que foi originalmente desenvolvida por Robert Solow em um artigo publicado em 1957. Nesse artigo, Solow tentou quantificar a contribuição da acumulação de capital para o crescimento econômico norte-americano na primeira metade do século XX. Para tanto, Solow presume a existência de uma função de produção macroeconômica na qual o montante produzido em um determinado período é função do montante de capital e trabalho empregados, de tal forma que $Q = A.F(K,L)$, onde Q é o montante de bens e serviços produzidos, K é o montante de capital empregado, L é o montante de trabalho empregado e A é uma variável que representa o “estado da arte” da economia, ou seja, o nível tecnológico existente na economia em dado momento. A função $F(.)$ deve ser homogênea linear, ou seja, os retornos de escala são considerados como constantes. Finalmente, a competição perfeita prevalece em todos os mercados, de tal forma que cada fator de produção é remunerado de acordo com sua produtividade marginal. Segue-se que toda a renda gerada na economia é totalmente gasta na remuneração dos fatores de produção de acordo com suas produtividades marginais (SARGENT, 1987, cap. 1). Não sobra nada da renda agregada para remunerar o esforço de pesquisa e desenvolvimento de novas tecnologias. Nesse cenário, o progresso tecnológico só pode ser tratado como exógeno ao sistema econômico.

Nesse contexto, a taxa de crescimento do produto real pode ser decomposta, com base em seus determinantes, de acordo com a seguinte equação:

$$\frac{\dot{Q}}{Q} = \frac{\dot{A}}{A} + \alpha_K \frac{\dot{K}}{K} + \alpha_L \frac{\dot{L}}{L} \quad (3.2)$$

onde $\frac{\dot{Q}}{Q}$ é a taxa de crescimento do produto real, $\frac{\dot{A}}{A}$ é a taxa de crescimento da “produtividade total dos fatores de produção”, $\frac{\dot{K}}{K}$ é a taxa de crescimento do estoque de capital, $\frac{\dot{L}}{L}$ é a taxa de crescimento da força de trabalho, α_K é a participação dos lucros no valor agregado, e $\alpha_L = 1 - \alpha_K$ é a parcela dos salários no valor agregado.

A equação (3.1) apresenta duas incógnitas, a saber, a taxa de crescimento do produto real e a taxa de crescimento da “produtividade total dos fatores de produção”. Assim, as variáveis conhecidas não são suficientes para permitir uma estimativa da taxa potencial de crescimento.

No artigo de 1957, Solow contorna esse problema tornando a produtividade total dos fatores de produção uma variável puramente residual, determinada pela diferença entre a taxa média de crescimento do produto real observada no passado e o crescimento do produto real resultante da acumulação de fatores de produção, ou seja, da soma da taxa de crescimento do estoque de capital (ponderada pela parcela dos lucros no valor agregado) e a taxa de crescimento da força de trabalho (ponderada pela parcela dos salários no valor agregado). Em outras palavras, o “progresso tecnológico” nos modelos de

crescimento inspirados em Solow é apenas uma “medida de nossa ignorância”, ou seja, aquela parte do crescimento de longo prazo que somos incapazes de explicar através da acumulação dos fatores de produção.⁹

O mais grave problema desse procedimento é que o comportamento passado da economia determina agora as estimativas de seu crescimento potencial. Consequentemente, se tivemos um crescimento lento no passado recente, então a “estimativa” da taxa de crescimento da produtividade total dos fatores de produção será baixa, “sinalizando” assim que o crescimento do produto potencial também é reduzido. No entanto, se o crescimento se acelerasse durante um período suficientemente longo (por exemplo, cerca de 10 anos), as estimativas de crescimento da produtividade total dos fatores de produção seriam revistas para cima e, consequentemente, assim também o crescimento do produto potencial. Assim, a fórmula de Solow não consegue fornecer uma estimativa do crescimento do produto potencial que seja independente do comportamento recente da taxa de crescimento do produto real.

A fórmula de Solow sofre de um problema óbvio de circularidade lógica na estimativa da taxa de crescimento do produto potencial; e poderíamos acrescentar outra questão surgida do debate que se tornou conhecido como a “controvérsia do capital”. De fato, durante os anos 1950, Joan Robinson e Piero Sraffa levantaram sérias questões sobre a metodologia empregada pela teoria neoclássica para medir o estoque de capital. O argumento fundamental de Robinson e Sraffa é que o valor do estoque de capital não é independente da distribuição funcional da renda entre salários e lucros, de tal forma que é impossível estimar o valor e/ou a taxa de crescimento do estoque de capital independentemente da parcela de capital no valor agregado.¹⁰ Em outras palavras, *não há uma maneira metodologicamente aceitável de separar a taxa de crescimento do estoque de capital da parcela dos lucros no valor agregado*. Nesse contexto, a fórmula de Solow simplesmente não pode ser aplicada em razão da impossibilidade de calcular a contribuição do capital para o crescimento econômico de longo prazo.

Além dos problemas teóricos e metodológicos envolvidos nos exercícios da “contabilidade do crescimento”, a abordagem neoclássica tem enfrentado ultimamente problemas empíricos. Mais especificamente, os recentes desenvolvimentos da econometria das séries temporais têm demonstrado que é incorreto decompor o comportamento do produto real em “tendência” e “ciclo”. Isso acontece porque as séries temporais para o produto interno bruto, tanto dos países desenvolvidos como dos países em desenvolvimento, apresentam uma “raiz unitária”, de forma que choques temporários – de

⁹ Observação: Solow calculou que aproximadamente sete oitavos do crescimento econômico norte-americano na primeira metade do século XX não poderiam ser explicados pelo aumento dos estoques de capital e trabalho. Em outras palavras, sete oitavos do crescimento econômico norte-americano na primeira metade do século XX não têm explicação com base na teoria econômica neoclássica.

¹⁰ Uma boa análise da “controvérsia do capital” pode ser encontrada em Harcourt (1972).

demanda ou de oferta – têm efeitos permanentes sobre o produto real.¹¹ Assim, o componente cíclico da atividade econômica, tradicionalmente associado a variações da demanda agregada no curto prazo, afeta a tendência de crescimento das economias capitalistas no longo prazo. Em outras palavras, as baixas taxas de crescimento durante as crises não são compensadas por altas taxas nas expansões; afinal, o crescimento no médio prazo é a soma do crescimento nos períodos de curto prazo. Nesse contexto, a tendência de crescimento se torna dependente da trajetória (*path dependent*) que as economias capitalistas efetivamente descreveram ao longo do tempo. Esse fenômeno é conhecido na literatura como “dependência da trajetória” (*path dependency*).

A dependência da trajetória tem fortes implicações para a teoria e a política macroeconômicas. Em termos de teoria macroeconômica, a dependência da trajetória mostra que não podemos aceitar a tradicional divisão da macroeconomia entre o “curto prazo”, onde as questões relacionadas à demanda agregada são relevantes, e o “longo prazo”, onde essas questões não têm nenhuma importância (DUTT & ROS, 2007, p. 97). O motivo é que o que acontece no curto prazo terá efeitos sobre o longo prazo. Em termos de política macroeconômica, a prática de usar políticas altamente contracionistas para lidar com os choques exógenos, como parece ser a experiência histórica dos países latino-americanos, não é aconselhável em vista de seus efeitos de longo prazo sobre o produto e o emprego. As contrações da demanda agregada, se necessárias, devem ser pequenas e revertidas o mais rápido possível a fim de mitigar suas consequências adversas de longo prazo (Ibid, p. 97–98).

Resumo

Neste capítulo, apresentamos a abordagem keynesiano-estruturalista do desenvolvimento, cujo elemento fundamental é a teoria do crescimento puxado pela demanda agregada. Argumentamos que, numa pequena economia aberta com uma moeda não conversível, o crescimento de longo prazo é determinado pela taxa de crescimento das exportações. O consumo poderá impulsionar o crescimento econômico apenas temporariamente, na medida em que é política e economicamente possível induzir uma redistribuição de renda em favor da classe trabalhadora. A existência de limites definidos ao aumento da parcela dos salários na renda nacional torna a expansão das exportações, a longo prazo, o agente do crescimento econômico.

¹¹ Para um estudo sobre a existência de uma raiz unitária nas séries temporais do PIB dos países latino-americanos, ver Libânio (2009).

Questões

1. As evidências empíricas disponíveis para os países da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento) reunidas em Ledesma e Thirlwall (2002) confirmam a hipótese básica deste capítulo de que a taxa de crescimento é uma variável endógena. De que depende ela?
2. E a taxa de investimento, de que depende ela? Por que se pode afirmar que ela depende também da taxa de câmbio?
3. Por que uma explicação do baixo crescimento não pode ser baseada nos fatores do lado da oferta? Isto significa que eles não são importantes?
4. De que maneira uma abordagem de crescimento com base nas condições de demanda pode explicar as divergências nas taxas de crescimento da renda *per capita*?

4

RESTRIÇÃO EXTERNA

Presumimos até agora que a produção ajusta-se, a longo prazo, ao aumento da demanda agregada autônoma desde que a taxa de câmbio seja competitiva. Entretanto, a economia pode não apresentar uma taxa de crescimento de longo prazo igual ao valor dado pela equação (3.2), em razão da existência de restrições à expansão do nível de produção ao ritmo determinado pela expansão das exportações. Essas restrições resultam de fatores que impedem o pleno ajuste da capacidade produtiva das empresas ao projetado aumento de suas vendas, assim como da necessidade de manter o balanço de pagamentos em equilíbrio a longo prazo. Neste capítulo analisamos essas duas restrições em detalhe, mas sem considerar a taxa de câmbio.

A restrição da capacidade e a distribuição de renda

No Capítulo 3 argumentamos que a capacidade produtiva não é uma restrição ao crescimento de longo prazo, pois o investimento a ampliará (e a relação capital-produto poderá cair). Nosso argumento neste capítulo é que, se o investimento não ocorrer, em razão de uma baixa taxa de lucro esperada ou do elevado custo do capital, a capacidade produtiva se torna uma restrição. A fim de determinar a taxa de crescimento do produto compatível com os planos de investimento dos empresários, vamos presumir que o valor dos bens e serviços produzidos em um dado momento é dado por:

$$Q = v u K \quad (4.1)$$

onde v é a relação capital-produto, ou seja, a máxima quantidade de produto que pode ser obtida a partir de uma unidade de capital, (\bar{Q}/K) ; u é a taxa de utilização da capacidade produtiva, (Q/\bar{Q}) ; e K é o estoque de capital.

A partir de (4.1) podemos constatar que a variação do produto pode ser decomposta na variação que é devida a mudanças no grau de utilização da capacidade produtiva e variações devidas às mudanças no estoque de capital da economia, supondo constante a relação produto-capital. Temos assim que:

$$\Delta Q = v [K\Delta u + u\Delta K] \quad (4.2)$$

Dividindo-se ambos os lados de (4.2) por Q , temos:

$$\frac{\Delta Q}{Q} = v \left[\Delta u \frac{K}{Q} + u \frac{\Delta K}{Q} \right] \quad (4.3)$$

Supondo que a taxa de depreciação do estoque de capital é igual a δ , temos que o investimento total é igual a $I = (\Delta K + \delta K)$. Dessa forma, temos que:

$$\frac{\Delta Q}{Q} = v \left[\Delta u \frac{K}{Q} + u \frac{I}{Q} - \delta \frac{K}{Q} \right] \quad (4.4)$$

onde: δ é a taxa de depreciação do estoque de capital e I é o investimento total.

No equilíbrio de longo-prazo o grau de utilização da capacidade produtiva é igual ao nível *normal* de utilização da capacidade, ou seja, o nível de utilização da capacidade produtiva que é desejado pelas firmas em função da sua estratégia de concorrência (OREIRO, 2004, p. 47). Dessa forma, podemos assumir $Du = 0$ nas equações (4.3) e (4.4), obtendo assim a seguinte expressão:

$$g = \frac{\Delta Q}{Q} = u_n \left(v \frac{I}{Q} \right) - \delta \quad (4.5)$$

onde u_n é o nível normal de utilização da capacidade.

A equação (4.5) define a “taxa garantida de crescimento” (g), ou seja, a taxa de crescimento que, se obtida, manterá a utilização de capacidade em seu nível normal de longo prazo (PARK, 2000). Esse conceito tem origem no modelo pioneiro de Roy Harrod (1939). Dada a taxa normal de utilização da capacidade (u_n), a relação capital-produto (v) e a taxa de depreciação (δ), a taxa garantida de crescimento é uma função do investimento como proporção da produção, que depende, como argumentamos, da taxa de lucro esperada e do custo de oportunidade do capital.

A taxa de lucro pode ser expressa pela seguinte equação:

$$R = \frac{P}{K} = \frac{P}{Q} \frac{Q}{\bar{Q}} \frac{\bar{Q}}{K} = muv. \quad (4.6)$$

P é o lucro agregado, \bar{Q} é o produto potencial da economia (ou seja, a quantidade máxima de bens e serviços que pode ser produzida a partir da capacidade produtiva existente), e m é a parcela dos lucros na produção (ou, mais amplamente, na renda nacional).

Por sua vez, a taxa de lucro depende criticamente da taxa de câmbio real, que define a condição de acesso das empresas não apenas ao mercado externo, mas também ao mercado interno.¹ A equação (4.6) pressupõe uma economia fechada na qual a taxa de câmbio esteja sempre em equilíbrio. Se assumirmos, como faz a macroeconomia desenvolvimentista que está sendo exposta aqui, que há uma tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio nos países em desenvolvimento, teremos de considerar que essa sobrevalorização afetará negativamente a taxa de lucro, porque implica maior competição do exterior e salários reais artificialmente maiores. Uma eventual desvalorização reduzirá ainda mais, no curto prazo, a taxa de lucro, porque a demanda por consumo cairá em razão da queda dos salários reais mas, a médio prazo, a maior competitividade das empresas e o fato de recuperarem o acesso aos mercados interno e externo acarretarão uma maior taxa de lucro esperada e uma taxa de crescimento mais acelerada, que também propiciarão um aumento dos salários reais no ritmo do incremento da demanda por mão de obra.

Restrição externa e taxa de câmbio

Outra restrição ao crescimento de longo prazo é a restrição externa. Essa é uma ideia antiga na teoria do desenvolvimento. No modelo *big push* (grande empurrão) de Rosenstein-Rodan (1943), que é a base da *development economics* ou teoria econômica estruturalista ou desenvolvimentismo clássico (todas expressões sinônimas), essa restrição é assumida. Ela foi originalmente definida por Raúl Prebisch (1959). Resume-se na ideia de que a elasticidade-renda das importações dos países em desenvolvimento seria maior do que 1 (porque esses países importam principalmente produtos manufaturados), enquanto a elasticidade-renda das importações de bens primários pelos países ricos seria inferior a 1 (uma vez que a maioria deles são bens de primeira necessidade cuja participação na renda das famílias nos países ricos diminui à medida em que essa renda aumenta. Em consequência, os países em desenvolvimento enfrentariam sempre uma escassez de moeda forte. O modelo dos “dois hiatos”, de Hollis Chenery e Michael Bruno (1962), foi a mais importante formalização dessa ideia. A receita de política econômica que podia ser inferida a partir da restrição externa foi sempre a de aconselhar o país em desenvolvimento a aceitar o déficit em conta-corrente e a buscar financiamento externo.

¹ O acesso ao mercado interno é restringido porque a valorização da taxa de câmbio estimula as importações, criando assim uma perda de demanda agregada potencial.

Posteriormente, já na década de 1980, no contexto da crise do primeiro estruturalismo e quando as ideias pós-keynesianas se generalizaram entre os economistas heterodoxos, o problema da restrição externa ao crescimento de longo prazo passou a ser associado ao aumento das exportações dos países e à contribuição de A. P. Thirlwall para a relação entre exportações e crescimento (1979, 1997, 2001). O conceito de uma taxa de crescimento de equilíbrio do balanço de pagamentos desenvolvida por Thirlwall parte da observação de que os modelos de crescimento de causalidade cumulativa de inspiração kaldoriana, nos quais a taxa de crescimento da demanda de exportações é o motor fundamental do crescimento econômico de longo prazo, são incompletos porque não incluem uma condição de equilíbrio no balanço de pagamentos em sua estrutura analítica formal. Nesse cenário, e baseado na hipótese da diferença entre elasticidades, Thirlwall (2001: 81–82) afirmou que uma trajetória de crescimento que fosse possível pela taxa de acumulação de capital poderia ser insustentável do ponto de vista do balanço de pagamentos. Ele argumentou que uma trajetória de crescimento acelerado impulsionada por um forte ritmo de expansão das exportações poderia gerar um crescente déficit comercial ao induzir um insustentável aumento das importações. Nesse cenário, a taxa possível de crescimento a longo prazo seria a taxa compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos, na qual as importações e exportações crescem à mesma taxa porque, em suas palavras, “os déficits não podem ser financiados para sempre e a dívida precisa ser reembolsada”.

Vamos primeiro examinar a taxa de crescimento das exportações (x). Ela depende da taxa de crescimento da demanda mundial (y_m) e da elasticidade-renda da demanda por exportações (ε).

$$\dot{x} = \dot{y}_m \times \varepsilon \quad (4.7)$$

Por exemplo, se a renda mundial estiver crescendo 4% ao ano, e a elasticidade-renda das exportações for de 0,9, as exportações crescerão 3,6% ao ano.

Para que a conta-corrente permaneça equilibrada, as importações devem crescer à mesma taxa que as exportações. A demanda por importações (m) depende da renda interna (y) e da elasticidade-renda das importações (π), que é maior do que 1 e maior do que a elasticidade-renda das exportações nos países em desenvolvimento. Continuando a presumir que a taxa de câmbio real seja constante, temos:

$$\dot{m} = \dot{x} = \pi \times \dot{y}. \quad (4.8)$$

Substituindo (4.8) em (4.7), concluímos que a taxa de crescimento que garante o equilíbrio da conta-corrente depende da elasticidade-renda das importações e exportações, e da taxa de crescimento da demanda mundial. Essa é a conhecida “lei de Thirlwall”:

$$\dot{y}_e = \frac{\dot{x}}{\pi} = \frac{\varepsilon}{\pi} \times \dot{y}_m \quad (4.9)$$

onde \dot{y}_e é a taxa de crescimento compatível com o equilíbrio intertemporal da conta-corrente.

Por exemplo, se as exportações estiverem crescendo 3,6% ao ano, e a elasticidade-renda das importações for de 1,2, a taxa de crescimento do PIB de equilíbrio será de 3% ao ano. Esse exemplo mostra que, se a elasticidade-renda das importações for maior do que 1, a taxa de crescimento compatível com o equilíbrio da conta-corrente será menor do que a taxa de crescimento que a taxa de investimento corrente e a relação capital-produto autorizariam, e que, no exemplo, supusemos ser 3,6%. Para que a economia cresça a uma taxa de 3,6%, as exportações terão que crescer a uma taxa superior.

Nesse caso, a restrição externa é “vinculante” e justifica a adoção de uma política que a supere. Que política? Não teríamos nada a opor ao conceito formal de restrição externa que acabamos de apresentar se ele não fosse acompanhado pela inferência de que a maneira de superar essa restrição é a política econômica de obtenção de poupança externa, ou seja, a política de incorrer déficits em conta-corrente e financiá-los com empréstimos internacionais e investimentos diretos. Embora Thirlwall não tenha feito essa inferência, na prática o conceito de restrição externa e, particularmente, modelo dos dois hiatos é sempre acompanhado pelo apoio a essa política. Mas, como veremos nos próximos capítulos, essa política necessariamente implica uma valorização da taxa de câmbio que, na maioria dos casos, desestimulará o investimento, provocando assim uma alta taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa que é contrária aos interesses do país.

A queda da taxa de crescimento de equilíbrio

Mas voltemos ao modelo da restrição externa. A equação (4.9) presume que a mobilidade internacional do capital é igual a zero, de forma que os países não podem contrair dívidas para financiar os déficits em conta-corrente. A extensão do modelo de Thirlwall a uma economia com fluxos de capital foi feita por Moreno-Brid (1998–1999), entre outros. No modelo de Moreno-Brid a existência dos fluxos internacionais de capital é admitida, mas a dinâmica do endividamento externo precisa preencher a condição da solvência externa de longo prazo. Em particular, o modelo desenvolvido por esse autor presume que a relação entre o déficit em conta-corrente e a renda interna deve permanecer constante a longo prazo para que o país seja solvente em suas contas externas. Nesse cenário, se admitirmos que os termos de troca são constantes

a longo prazo, a taxa de crescimento de equilíbrio do balanço de pagamentos é dada pela seguinte expressão:

$$\dot{y}_e = \frac{\varepsilon\theta}{\pi - (1 - \theta)} \quad (4.10)$$

onde θ é a relação entre o montante inicial das exportações e o montante inicial das importações.

Devemos notar que θ poderia ser expresso alternativamente como a relação entre a receita das exportações e a soma do déficit em conta-corrente ($M-X$) e da receita das exportações. Assim, temos:

$$\theta = \frac{X}{(M - X) + X} = \frac{\left(\frac{X}{Q}\right)}{\left(\frac{M - X}{Q}\right) + \frac{X}{Q}} = \frac{x_Q}{cc + x_Q} \quad (4.11)$$

onde x_Q é a fatia das exportações na renda interna e cc é o déficit em conta-corrente como proporção da renda interna.

De acordo com a equação (4.11), o déficit em conta-corrente diminui o valor de θ ; conseqüentemente, em vista da equação (4.10), esse déficit reduz a taxa de crescimento compatível com o equilíbrio da conta-corrente (y^{**}). Em outras palavras, o déficit em conta-corrente tem um impacto *negativo*, embora contrabalançado pelo comportamento das exportações, sobre a taxa de crescimento compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos (MCCOMBIE & ROBERTS, 2002, p. 95). Esse é um modelo esclarecedor, que mostra que o endividamento externo, quando “resolve” o problema da restrição externa, reduz a taxa de crescimento em vez de acelerá-la. Entretanto, devemos salientar que Moreno-Brid subestima essa redução porque não leva em conta nem o fato de que o aumento da dívida externa levará a uma demanda por mais recursos em moeda estrangeira a serem reembolsados, nem um pressuposto fundamental deste livro, a saber, que um déficit em conta-corrente corresponde a uma taxa de câmbio sobrevalorizada que, por sua vez, reduz ainda mais a taxa de crescimento.

O Desenvolvimentismo Clássico definiu o conceito de restrição externa nos anos 1950 para explicar por que os países em desenvolvimento enfrentavam então uma crônica “escassez de dólares” ou, mais precisamente, uma falta de moedas conversíveis fortes. Não havia falta de oportunidades de investimento naquela época, uma vez que países como o Brasil, o México e a Coreia do Sul estavam ainda na fase inicial de sua industrialização, para a qual o modelo de substituição de importações era adequado. Nesse momento, como explicado acima, surgiu a teoria das duas elasticidades (das exportações e das importações), que parecia “explicar” o problema. Mas antes de

mais nada, essa não é a causa principal da escassez de dólares. O pressuposto-chave da macroeconomia desenvolvimentista é que nos países em desenvolvimento a taxa de câmbio tende a ser cíclica e cronicamente sobrevalorizada. Assim, a sobrevalorização crônica da taxa de câmbio implica déficit em conta-corrente e, portanto, falta de moeda forte. A existência das duas elasticidades também desempenha um papel, mas certamente um papel *menor* se comparado ao papel da sobrevalorização crônica da taxa de câmbio. Por outro lado, como já vimos, tentar superar a restrição recorrendo à poupança externa traz o risco de agravá-la. Tendo em vista a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio, o endividamento externo acrescenta pouco ao investimento corrente, pois cria obrigações financeiras para o país no futuro, sob a forma de juros ou lucros a serem enviados para fora, e coloca o país sob a ameaça de uma crise financeira. Assim, o essencial é ter uma política cambial, a fim de colocar a taxa de câmbio no equilíbrio competitivo, ou seja, no equilíbrio industrial.

Podemos demonstrar essa conclusão com um segundo exemplo. Vimos que, tendo em vista a elasticidade-renda das importações e exportações, para um país crescer com uma conta externa equilibrada, a taxa de crescimento das exportações deve ser maior do que o crescimento do PIB. No seguinte exemplo simplificado, a relação capital-produto, v , é 0,25, a taxa de utilização da capacidade é 0,8 e a taxa de investimento é 25% do PIB. Vamos considerar a taxa de depreciação desprezível nesse exemplo. Nesse caso, a taxa de crescimento de equilíbrio, g , será:

$$g = u_n \left(v \frac{I}{Q} \right) - \delta$$

$$g = 0,8 \times 0,25 \times 0,25 = 0,05.$$

Mas dada uma elasticidade-renda das importações, π , de 1,2, e dada a taxa de crescimento anual desejada de 5%, a taxa de crescimento das exportações, \dot{x} , terá de ser de 6%.

$$\dot{x} = \pi \times g = 6\%$$

Mas suponhamos também que as exportações cresçam apenas 5% ao ano em um país que só exporta commodities. Nesse caso, mesmo se sua restrição de capacidade permitir uma taxa de crescimento anual de 5%, sua taxa de crescimento de equilíbrio será de 4,16% ao ano sem déficits em conta-corrente, porque a elasticidade-renda das importações é 1,2. Num segundo momento, a taxa de investimento também cairia como resultado do declínio da demanda agregada, e a taxa de crescimento possível em função da restrição oriunda da capacidade produtiva também cairia na mesma medida. Como crescer aos desejados 5%? A solução que parece óbvia – e que costuma ser

inferida a partir do modelo dos dois hiatos e da lei de Thirlwall – é que o país deve recorrer à poupança externa, incorrendo um déficit em conta-corrente. Mas esse aumento do endividamento externo tem um custo elevado, porque o país terá de pagar juros ou dividendos sobre a dívida aumentada e porque correrá o risco de sofrer uma crise financeira ou do balanço de pagamentos. Desse modo, tendo em vista a alta taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa que discutiremos nos próximos capítulos, recorrer à poupança externa para superar a restrição externa é uma falsa solução. A verdadeira solução é adotar um conjunto de políticas que neutralizem a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio, ou seja, fazer com que a taxa de câmbio flutue em torno do equilíbrio competitivo que chamamos de equilíbrio industrial. Como resultado, o crescimento anual das exportações aumentará para um novo equilíbrio em torno de 6% ao ano, que será compatível com os 5% de crescimento anual do PIB que a taxa de investimento (e a relação capital-produto) do país permitem.

As elasticidades como variáveis endógenas

Entretanto, mesmo se nos limitarmos ao problema das duas elasticidades, nos países de renda média não é mais possível presumir facilmente que a elasticidade-renda das importações seja maior do que a das exportações, na medida em que o país seja um exportador de produtos manufaturados. Isso sugere a hipótese de que as elasticidades-renda das exportações e das importações não são variáveis exógenas ao modelo, determinadas apenas pelo nível de conhecimento tecnológico do país, mas que elas dependem da taxa de câmbio real. As elasticidades seriam assim variáveis endógenas que dependem da taxa de câmbio. Como sustentaremos a seguir, quando o nível da taxa de câmbio real está cronicamente sobrevalorizado em razão tanto da não neutralização da doença holandesa quanto dos descontrolados e desnecessários ingressos de capital, a estrutura produtiva do país será afetada, provocando um processo de especialização perversa na produção de bens intensivos em recursos naturais e causando baixo crescimento em razão da desindustrialização. Alternativamente, quando o país consegue neutralizar a tendência à sobrevalorização, a taxa de câmbio de equilíbrio industrial abrirá caminho para um processo de industrialização em que o país consegue com regularidade aumentar a geração de valor agregado no processo produtivo. Segue-se que a desvalorização (ou sobrevalorização) da taxa de câmbio afeta a estrutura produtiva do país, ao aumentar ou diminuir a fatia, no valor agregado, dos bens e serviços comercializáveis distintos das commodities que dão origem à doença holandesa. Consequentemente, a relação entre a elasticidade-renda das exportações e importações aumenta (ou diminui) e a restrição externa desaparece ou é reforçada.

Isso significa que a estrutura produtiva de cada país e, portanto, as elasticidades-renda das exportações e importações não são constantes imutáveis, mas dependem do nível de

industrialização do país, o qual, por sua vez, depende da taxa de câmbio ser competitiva ou não. Quando a taxa de câmbio se aprecia porque o país deixou de neutralizar a doença holandesa, ou porque resolveu crescer com poupança e endividamento externo, começa um processo de desindustrialização e reprimarização da cesta de exportações, que age para reduzir a elasticidade-renda das exportações e para aumentar a elasticidade-renda das importações. Nesse cenário, haverá uma progressiva redução da taxa de crescimento de equilíbrio do balanço de pagamentos até o ponto em que ela será compatível com a estrutura de uma economia exportadora de produtos primários. Inversamente, se a taxa de câmbio estiver no nível do equilíbrio industrial – ou um pouco acima – haverá então um aprofundamento do processo de industrialização do país, que levará a um aumento da elasticidade-renda das exportações e a uma diminuição da elasticidade-renda das importações, elevando assim a taxa de crescimento de equilíbrio do balanço de pagamentos.

Desse modo, a relação entre a elasticidade-renda das importações e a elasticidade-renda das exportações dependerá da diferença entre a taxa de câmbio real e a taxa de câmbio de equilíbrio industrial (também em termos reais):

$$\Delta \frac{\varepsilon}{\pi} = \beta \left(\frac{e}{e_{ind}} \right) \quad (4.12)$$

onde β é uma constante positiva; e_{ind} é a taxa de câmbio de equilíbrio industrial; e e é a taxa de câmbio real.

Na discussão sobre a equação (4.11) vimos que a política de crescimento com poupança ou endividamento externo oferece apenas uma solução temporária para a taxa de crescimento de longo prazo. Mas, na verdade, substituindo a equação (4.9) pela (4.12) e considerando a variação da taxa de crescimento, chegamos à seguinte equação:

$$\Delta \dot{y}_e = \beta \left(\frac{e}{e_{ind}} \right) \Delta \dot{y}_m \quad (4.13)$$

E então percebemos na expressão (4.11) que a taxa de crescimento compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos estará se ajustando ao longo do tempo, dependendo da relação entre o valor corrente da taxa de câmbio e a taxa de câmbio de equilíbrio industrial (e da evolução da taxa de crescimento da renda mundial). Se a taxa de câmbio estiver sobrevalorizada, ou seja, se a taxa de câmbio observada estiver abaixo do equilíbrio industrial, então a taxa de crescimento compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos estará diminuindo ao longo do tempo, intensificando assim a restrição externa. Da mesma forma, se a taxa de câmbio estiver subvalorizada, ou seja, se a taxa de câmbio estiver acima do equilíbrio industrial, então a taxa de crescimento de equilíbrio do balanço de pagamentos aumentará progressivamente ao longo do tempo. Daí se segue que qualquer taxa de crescimento do produto real é compatível com o equilíbrio do balanço

de pagamentos quando a taxa de câmbio estiver no nível do equilíbrio industrial (ver Gráfico 5.2). Consequentemente, a longo prazo, não podemos falar de uma restrição externa ao crescimento se a taxa de câmbio estiver devidamente alinhada, ou seja, no nível compatível com o equilíbrio industrial. A industrialização eliminou a restrição externa.

Resumo

Neste capítulo, discutimos as duas restrições ao crescimento de longo prazo impulsionado pela demanda agregada, a saber, a restrição de capacidade e a restrição externa. A primeira restrição equivale a afirmar que a taxa de crescimento de um país depende fundamentalmente da taxa de investimento, dado um processo endógeno de aumento da produtividade nas economias capitalistas. A taxa de investimento, por sua vez, depende de oportunidades de investimento lucrativo, que finalmente dependem da neutralização da tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio, que é central na macroeconomia desenvolvimentista.

A restrição externa, por outro lado, deriva da existência de duas elasticidades de renda: a elasticidade-renda das importações maior do que 1 nos países em desenvolvimento e a elasticidade-renda das importações de bens primários nos países ricos. Essa restrição foi definida na década de 1950 em termos de uma escassez crônica de dólares que foi atribuída na época à falta de disponibilidade de financiamento externo, em lugar de ser atribuída à tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio. Essa restrição foi formalizada no modelo dos dois hiatos. O problema relativo à restrição externa não reside no fato de saber se ela existe ou não, mas sim em como neutralizá-la. O modo habitual, implícito no modelo dos dois hiatos, é recorrer à poupança ou ao endividamento externo. Rejeitamos essa política e propomos em vez disso uma política cambial competente, para que a taxa de câmbio permaneça no seu nível de equilíbrio competitivo – o equilíbrio industrial.

Além disso, precisamos salientar que as elasticidades de renda das exportações e das importações não são variáveis exógenas, mas são determinadas pelo nível de desenvolvimento tecnológico do país em desenvolvimento e por sua capacidade, após uma breve fase de substituição das importações, de exportar produtos manufaturados para os países ricos. Essa capacidade depende, em boa medida, da prática de uma taxa real de câmbio em um patamar competitivo.

Questões

1. Considere a seguinte afirmação: “Se o crescimento econômico de longo prazo for determinado pelas condições de demanda, então o desenvolvimento é uma

tarefa muito simples: basta adotar uma política fiscal expansionista.” Você concorda com essa afirmação? Por quê?

2. Na teoria do crescimento existem quatro conceitos importantes de taxa de crescimento, a saber: taxa natural de crescimento, taxa de crescimento compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos, taxa de crescimento da demanda autônoma e a taxa garantida de crescimento. O modelo de crescimento e distribuição de renda de Kaldor (1956) mostrou que a distribuição de renda é a variável que garante o ajuste da taxa garantida de crescimento à taxa natural. Vimos também no Capítulo 3 que a taxa natural de crescimento é endógena e determinada pela taxa de crescimento da demanda autônoma. Supondo que o crescimento da demanda autônoma é dado apenas pelo crescimento das exportações e que a propensão a poupar a partir dos salários é igual a zero, temos que:

$$\hat{Y} = \varepsilon \hat{Z} = \hat{a} = \eta = \frac{s_c \left(\frac{P}{Y} \right)}{v}$$

onde: \hat{Y} é a taxa de crescimento de longo-prazo do produto real, ε é a elasticidade-renda das exportações, s_c é a propensão a poupar a partir dos lucros, (P/Y) é a participação dos lucros (P) na renda (Y), v é a relação capital-produto, η é a taxa natural de crescimento, \hat{a} é a taxa de crescimento da demanda autônoma e \hat{Z} é a taxa de crescimento da renda do resto do mundo.

Isso posto, pede-se:

- Considere uma economia na qual inicialmente a elasticidade-renda das importações é igual a 1, de forma que a taxa de crescimento compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos é igual à taxa de crescimento da demanda autônoma. Calcule o valor da participação dos lucros na renda que garante a igualdade entre as taxas natural, garantida e de equilíbrio do balanço de pagamentos.
 - Quais os efeitos sobre a participação dos lucros na renda de um aumento da elasticidade-renda das exportações? Qual o efeito sobre a distribuição de renda de um aumento da propensão a poupar a partir dos lucros?
 - Suponha agora que tenha ocorrido um aumento da elasticidade-renda das importações de forma que a taxa de crescimento da demanda autônoma torne-se maior que a taxa de crescimento de equilíbrio do balanço de pagamentos. Como a economia irá se ajustar a esse desequilíbrio?
3. Considere uma economia em que existem duas regiões, Norte e Sul. A estrutura econômica do Sul é dada pelo seguinte sistema de equações:

$$\hat{x}_s = a_0 g_n \quad (1)$$

$$\hat{m}_s = b_0 g_s \hat{m}_s = b_0 u_s g_s \quad (2)$$

$$\hat{x}_s = \hat{m}_s \quad (3)$$

$$\hat{\lambda}_s = c_0 + c_1 h_s g_s \quad (4)$$

$$g_s = \hat{\lambda}_s + n_s \quad (5)$$

onde \hat{x}_s é a taxa de crescimento das exportações do Sul, a_0 é a elasticidade-renda das exportações e gn é a taxa de crescimento da renda do Norte; \hat{m}_s é a taxa de crescimento das importações do Sul, b_0 é a elasticidade-renda das importações, g_s é a taxa de crescimento do Sul; $\hat{\lambda}_s$ é a taxa de crescimento da produtividade do trabalho no Sul, b_s é a participação da indústria no produto do Sul; c_0 representa o componente autônomo do crescimento da produtividade do trabalho e n_s é a taxa de crescimento da força de trabalho no Sul.

Pede-se:

- Calcule a taxa de crescimento compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos.
- Qual seria o valor da taxa natural de crescimento dessa economia? Ela é endógena ou exógena? Por quê?
- O modelo aqui apresentado está sobre determinado ou indeterminado? Por quê?
- Considere agora que a taxa de crescimento das importações do Sul é dada por: $\hat{m}_s = b_0 u_s g_s$, onde u_s é o nível de utilização da capacidade instalada no Sul. Em que medida essa reformulação da função de importações modifica os resultados encontrados no item anterior? Explique.
- Calcule o grau de utilização da capacidade produtiva no Sul.
- Represente num mesmo gráfico a determinação do grau de utilização da capacidade produtiva e da taxa de crescimento do Sul.
- Quais os efeitos de um aumento da participação da indústria no Sul sobre a taxa de crescimento do Sul e o grau de utilização da capacidade produtiva naquela região?
- Com base nos resultados obtidos no item anterior, discuta as possíveis consequências econômicas da ocorrência de um processo de desindustrialização da economia do Sul.

5

VALOR E DETERMINAÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO

A teoria econômica keynesiana assume que a taxa de câmbio é mais volátil no curto prazo do que supõe a teoria neoclássica, mas ambas assumem que o único problema são “desalinhamentos cambiais” de curto prazo; que, a longo prazo a taxa de câmbio seria equilibrada. Por isso e porque também se supõe que a taxa de câmbio é endógena – que não depende de políticas econômicas a não ser marginalmente – ela não é levada em conta como uma variável relevante na maioria dos manuais sobre desenvolvimento econômico, e recebe relativamente pouca atenção da teoria macroeconômica. Os economistas ortodoxos assumem que a taxa de câmbio oscila levemente em torno do equilíbrio. Os economistas keynesianos, mais realistas, sabem que a taxa de câmbio é volátil, mas tanto os economistas ortodoxos como os keynesianos falam em “desalinhamentos” da taxa de câmbio, falam de movimentos temporários e sem uma direção da taxa de câmbio. Eles admitem que, dependendo de sua intensidade e duração, os desalinhamentos podem causar bolhas e crises financeiras, mas não acreditam que a taxa de câmbio possa permanecer sobrevalorizada por vários anos, e, por isso, não a levam em conta quando discutem a função investimento e o crescimento econômico.

A macroeconomia desenvolvimentista não comunga da hipótese de que os desvios do equilíbrio, a alta volatilidade da taxa de câmbio e seu desalinhamento recorrente sejam apenas problemas de curto prazo e sem sentido. Como veremos mais adiante, sua hipótese mais geral é de que nos países em desenvolvimento há uma tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio. Dada essa tendência, que torna a sobrevalorização da taxa de câmbio um problema de longo prazo, a macroeconomia desenvolvimentista coloca a taxa de câmbio, juntamente com a conta-corrente e a taxa de lucro esperada, no centro da teoria econômica. Dos cinco preços macroeconômicos (a taxa de câmbio, a taxa de lucro, a taxa de salários, a taxa de juros e a taxa de inflação),

a taxa de lucro é a mais importante, porque é ela que motiva as empresas a investir, e a taxa de câmbio, o mais estratégico, porque não são apenas as importações e exportações que dela dependem, mas também os salários reais, a taxa de inflação, as oportunidades de investimento, os próprios investimentos e, afinal, a poupança.¹

A taxa de câmbio é o preço da moeda estrangeira; é quanto você precisa em sua moeda nacional para comprar uma unidade de moeda estrangeira. Essa é geralmente a definição da taxa de câmbio nos países em desenvolvimento, mas pode-se defini-la inversamente: a taxa de câmbio é quanto você precisa em moeda estrangeira para comprar uma unidade de sua moeda nacional. Neste livro usamos a primeira definição, mas para evitar confusão evitamos falar que a taxa de câmbio “aumentou” ou “diminuiu”; dizemos que ela “se depreciou” ou “se apreciou”. Para os países em desenvolvimento, a taxa de câmbio é o preço das moedas-reserva (geralmente o dólar) que o país usa em seus negócios com os países estrangeiros.

Além de ser definida como uma relação entre duas moedas, ou entre uma moeda e uma cesta de moedas – o que nos leva a chamá-la de taxa de câmbio efetiva – a taxa de câmbio é também uma relação entre os preços dos bens comercializáveis internacionalmente ou *tradable* e os bens *non tradable*. Quando afirmamos que uma determinada moeda nacional se valorizou, estamos dizendo seu preço baixou – agora preciso de menor quantidade dessa moeda para obter a moeda estrangeira. Quando isso ocorre, acontece também a diminuição do preço dos bens comercializáveis vendidos no país, porque esses bens têm, em princípio, um preço internacional único que se tornou menor na moeda local. Como os bens não comercializáveis não são afetados pela apreciação, seu preço sobe em relação aos não comercializáveis.

Neste capítulo, fazemos uma breve referência aos regimes cambiais e às teorias existentes que explicam o equilíbrio de longo prazo da taxa de câmbio, particularmente a teoria da paridade do poder de compra (PPP). Mas nosso objetivo principal é discutir a determinação da taxa de câmbio a partir da distinção entre seu valor e seu preço; é apresentar uma nova teoria da taxa de câmbio; é discutir a determinação da taxa de câmbio não apenas através da oferta e da procura de moeda, mas também através do seu *valor*, o qual denominamos “equilíbrio corrente” da taxa de câmbio.² Na medida em que a moeda é uma mercadoria, ela também tem um valor e um preço: o valor que é determinado pelo custo de produção mais lucro satisfatório e suas variações, pelo índice comparativo do custo unitário do trabalho. Quando temos a doença holandesa ou dois equilíbrios: o corrente e o industrial. O preço da taxa de câmbio flutua em torno do

¹ Mas, diferentemente do que faz Surjit S. Bhalla (2012) num livro empiricamente bem fundamentado sobre o papel da taxa de câmbio no crescimento econômico, não relacionamos crescimento com uma taxa de câmbio “desalinhada” ou “depreciada”, mas com uma taxa de câmbio que flutua em torno do equilíbrio – o equilíbrio industrial.

² Esta teoria foi originalmente formulada por Bresser-Pereira (2013) “The *value* of the exchange rate and the Dutch disease”.

valor em função da oferta e a procura de moeda estrangeira. Neste capítulo faremos ainda uma referência às determinantes da taxa de câmbio já discutidas nos livros-texto. Nos dois capítulos seguintes discutiremos um fator estrutural determinante da taxa de câmbio, a doença holandesa, e as políticas habituais que apreciam a taxa de câmbio, e, finalmente, no Capítulo 8, resumiremos a discussão anterior e apresentaremos a tendência histórica básica da macroeconomia desenvolvimentista: a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio.

Regime cambial

A literatura econômica há muito tempo dá destaque ao debate sobre o regime cambial ideal, como se esse fosse o grande problema relacionado com o câmbio. As opções são apresentadas na forma binária de “fixo ou flutuante”: fixo, como era o regime cambial no sistema de Bretton Woods, ou flutuante, como se presume que ele seja atualmente. Em vez de falarem em flutuação administrada, os economistas ortodoxos falam em flutuação “suja”. Com isso querem sugerir que política cambial não é uma coisa admissível; que apenas o mercado deve defini-la. Na prática, a maioria dos regimes cambiais é mista e, portanto, administrada – os formuladores da política cambial geralmente definem para si próprios os valores mínimo e máximo para a taxa de câmbio, e adotam políticas para que a taxa de câmbio flutue dentro dessa faixa. Raramente se observam regimes totalmente flutuantes, sobretudo nos países em desenvolvimento, dada a alta volatilidade que implicam. Regimes de taxa cambial fixa existiram no quadro dos acordos de Bretton Woods; faziam sentido no contexto de um amplo acordo internacional. Atualmente, somente alguns países exportadores de petróleo que incorrem em grandes superávits em conta-corrente e acumulam grandes reservas, como os Emirados Árabes Unidos, mantêm esse regime.

A dicotomia radical fixa ou flutuante não deixa espaço para política cambial, mas quando reconhecemos que a taxa de câmbio nunca é fixa e nunca flutua livremente, é claro que existe uma política cambial nunca reconhecida pelos países e seus bancos centrais. O grau de administração varia, e os governos sempre negam ter uma política cambial ou intervir na taxa de câmbio, porque o pensamento econômico convencional vê desfavoravelmente essa intervenção como uma “manipulação” da taxa de câmbio e como uma maneira de *“beggar thy neighbor”* (“empobrecer o seu vizinho”). No entanto, uma política cambial clara, isto é, uma política que objetiva manter a taxa de câmbio flutuando em torno do equilíbrio ou do preço certo, é crucial para um país que busca um desenvolvimento estável.

As consequências da abertura financeira ou da conta de capital na década de 1980 e início da década de 1990 foram um brutal aumento das entradas e saídas de capital e um aumento da volatilidade da taxa de câmbio. O que fez com que muitos

considerassem impossível prever o que vai acontecer com a taxa de câmbio de um país. Realmente, a curto prazo, isso é muito difícil, quando não impossível. Tendo em vista o caráter especulativo dos fluxos internacionais para dentro e para fora dos países em desenvolvimento, as bolhas especulativas envolvendo o crédito externo e o preço de mercado da taxa de câmbio são antes a regra do que a exceção, e a volatilidade se torna ainda maior apesar da adoção de um regime flutuante. No Capítulo 8, sustentaremos que os países em desenvolvimento estão sujeitos à tendência à sobrevalorização cíclica e crônica (no longo prazo) da taxa de câmbio, o ciclo começando com uma crise de balanço de pagamentos que deprecia fortemente a moeda nacional, a qual, em seguida, volta a apreciar-se, puxada pela doença holandesa não neutralizada e por três políticas habituais (política de crescimento com déficit em conta-corrente [poupança externa], política de juros altos e política de âncora cambial); permanece, em seguida, por alguns anos em um nível de déficit em conta-corrente que vai aumentando a relação dívida externa-PIB até que os credores externos afinal perdem a confiança e param de emprestar para o país, desencadeando-se, então, nova crise financeira acompanhada por nova forte desvalorização cambial. Desvalorizações menos graves podem, naturalmente, também ocorrer em consequência de choques ocorridos nos países ricos – acontecimentos importantes como a crise financeira global de 2008, ou mudanças menores mas significativas na política monetária dos países ricos, como o que aconteceu em 2013 quando a perspectiva de que o Federal Reserve pudesse suspender a política de “afrouxamento quantitativo” levou à valorização do dólar e a fortes depreciações de moeda nos países em desenvolvimento.

Ao rejeitar a política cambial, os economistas convencionais invocam um trilema – a “trindade impossível” de Robert Mundell. Esse silogismo econômico afirma que é impossível para um governo simultaneamente administrar a taxa de câmbio, implementar uma política monetária independente e permitir fluxos livres de capital. Combinações de quaisquer dessas três políticas são possíveis, mas nunca uma combinação das três. Na prática, a ortodoxia liberal interpretou essa hipótese como a impossibilidade de uma política cambial, já que os fluxos livres de capital são vistos como “inevitáveis” e que os governos não podem renunciar à política monetária.

Devemos, porém, considerar duas questões. Primeiro, não há razão para rejeitar a viabilidade de intervenções intermediárias, como, por exemplo, controles de capital limitados, administração da taxa de câmbio dentro de uma faixa de preços, e uma autonomia razoável para a política monetária. Segundo, nesse trilema ninguém questiona a necessidade de o Estado e seu Banco Central manterem autonomia na execução da política monetária, mas não há razão para presumir, como faz a ortodoxia econômica, que é impossível controlar os fluxos de capital. Na medida em que o regime de políticas de um país inclua controles de capital, a possibilidade de executar uma política cambial sem minar a liberdade da política monetária permanece aberta. E os compromissos entre as três políticas serão a regra.

Paridade do poder de compra

O que determina a taxa de câmbio? A teoria econômica ensina que a demanda e a oferta de moeda estrangeira determinam a taxa de câmbio no curto prazo e, a longo prazo, a explicação habitual é dada pela teoria da paridade do poder de compra (PPP), especificamente pela PPP absoluta, segundo a qual os preços são iguais nos diversos países considerados. Sem simplesmente rejeitar essa forma pragmática de procurar entender a taxa de câmbio, apresentamos uma teoria que nos parece mais geral: a teoria do valor da taxa de câmbio. Mas vejamos antes, brevemente, a PPP. Robert Z. Aliber (1987: volume 2: 210), no *Palgrave Dictionary of Economics* distinguiu cinco abordagens para explicar o nível da taxa de câmbio e mudanças na taxa de câmbio (paridade do poder de compra, elasticidades, equilíbrio do portfólio e a abordagem do mercado de ativos). Não vamos analisar essas diferentes abordagens, que indicam como são pobres as teorias que buscam explicar a taxa de câmbio no longo prazo. Somente discutiremos aqui o conceito de paridade do poder de compra.

Entre essas cinco abordagens do equilíbrio de longo prazo da taxa de câmbio, a mais interessante é a teoria da PPP. De acordo com ela, a paridade do poder de compra “absoluta” é a taxa de câmbio que equipara o custo da mesma cesta de bens e serviços em dois países que têm moedas diferentes.³ Assim, se o custo de uma cesta de bens no Brasil, em reais (digamos, R\$90,00), for igual ao custo em dólares da mesma cesta de bens nos Estados Unidos (US\$30,00), a PPP “absoluta” será de R\$3,00 por dólar. A teoria da PPP supõe que os bens são homogêneos, a taxa de câmbio real flutua em torno de um nível constante a longo prazo, que também, implicitamente, garante o equilíbrio da conta-corrente do balanço de pagamentos. Nesse cenário, o que prevalece é a “lei do preço único” produzida pela empresa representativa do país, de acordo com a qual bens homogêneos deveriam ter o mesmo preço em diferentes países, a diferença devendo-se exclusivamente à taxa de câmbio nominal. O problema óbvio com a teoria da PPP é sua hipótese de que os bens são homogêneos e seus preços relativos em diferentes países são iguais ou quase iguais. Isso pode fazer sentido em países com nível semelhante de desenvolvimento e cultura muito próxima; não faz sentido quando um país é em desenvolvimento e o outro, rico. Mesmo entre países semelhantes, há o problema dos sistemas fiscais nacionais, que podem ser muito diferentes e, portanto, fazer com que os preços relativos sejam muito diferentes de um país para outro. Por outro lado, há o problema de quais bens e serviços incluir na cesta. Em países com a doença holandesa, os preços das commodities serão baixos em relação aos outros bens comercializáveis. O problema maior, porém, com a abordagem da PPP é que ela é apenas uma comparação

³ A PPP “relativa” é aquela determinada em termos reais (neutralizada a inflação) ao longo do tempo, tendo como referência a PPP absoluta.

entre moedas, não apresentando um fundamento real para a taxa de câmbio – problema resolvido pela teoria do valor da taxa de câmbio.

O valor da taxa de câmbio ou equilíbrio corrente

Como as demais mercadorias e serviços, a moeda estrangeira ou a taxa de câmbio tem um valor e um preço que gira em torno desse valor em função da oferta e da demanda por essa moeda estrangeira. O valor determina de forma básica ou fundamental a taxa de câmbio, enquanto os inevitáveis desalinhamentos da taxa de câmbio são determinados pela oferta e demanda de moeda estrangeira. Conforme ensinaram os economistas clássicos, o valor de um bem é igual à quantidade de trabalho socialmente necessária para produzi-lo, mas esse conceito exige a transformação do valor em preço, que não é fácil de ser realizada. Mais simplesmente, o valor corresponde ao “custo de produção” – custo mais margem de lucro satisfatória – desse bem ou serviço. O valor da moeda estrangeira, portanto, é o valor que cobre o custo de produção das empresas que participam do comércio exterior do país e garantam o equilíbrio de sua conta-corrente. Propomos chamar esse valor de “*equilíbrio corrente*”. Conforme veremos no Capítulo 6, quando existe a doença holandesa, esta afeta diretamente o valor da taxa de câmbio, diminuindo-o e, por isso, causando a apreciação da taxa de câmbio, porque as empresas exportadoras das commodities que a originam beneficiam-se de rendas ricardianas que baixam seus custos. No caso da doença holandesa temos um segundo valor, mais alto, para as empresas que não se beneficiam de rendas ricardianas, que denominamos “*equilíbrio industrial*”. Mas neste capítulo interessa-nos apenas o equilíbrio corrente, porque ele é válido para todos os países ricos ou em desenvolvimento, com doença holandesa ou sem ela.

O valor da moeda estrangeira corresponde a seu preço “fundamental”; é o “preço necessário” do bem ou serviço. É o valor que as empresas que participam do comércio exterior do país necessitam para exportar e assegurar o equilíbrio da sua conta-corrente. Se assumirmos o equilíbrio da conta-corrente e organizarmos as empresas em uma escala decrescente de competitividade, o valor da taxa de câmbio corresponde ao valor que cobre o custo mais um lucro razoável (em moeda nacional) da última empresa ou da empresa marginal que consegue exportar com lucro.⁴ As empresas que determinam o valor da taxa de câmbio são, portanto, aquelas que são suficientemente competitivas para participar do comércio exterior do país. Se considerarmos os diferentes níveis de eficiência das empresas, a taxa de câmbio que corresponde ao equilíbrio intertemporal da conta-corrente estabelece quais as empresas que podem participar do mercado

⁴ Observe-se que aqui não estamos pressupondo retornos decrescentes; estamos pressupondo apenas que é possível ordenar as empresas de acordo com a eficiência.

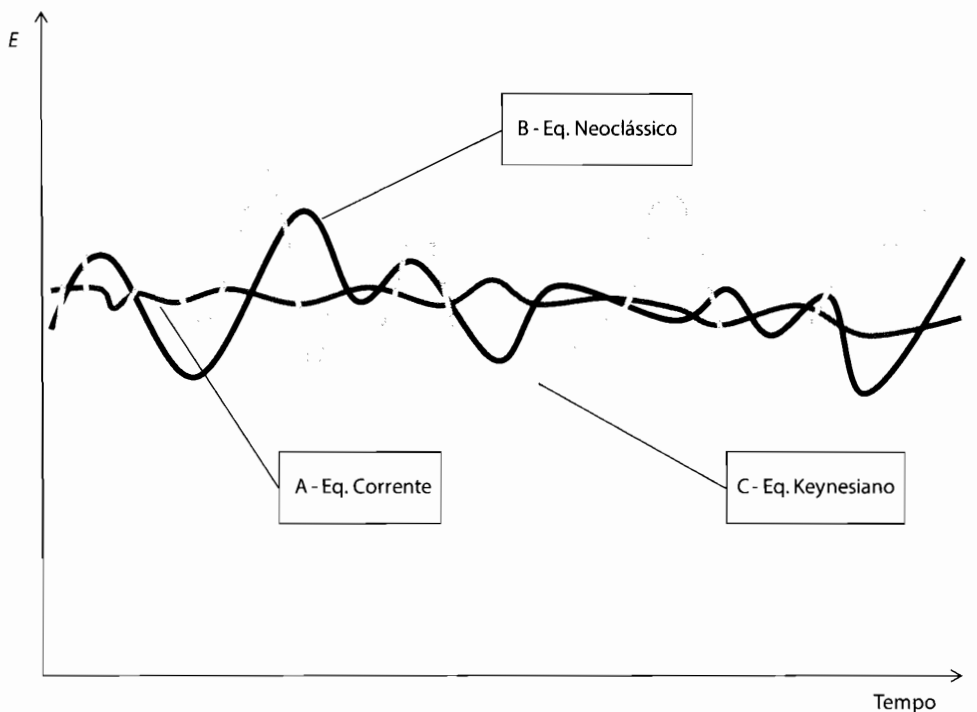
exterior do país. É importante observar que o conceito de valor correspondente ao equilíbrio corrente é diferente do conceito de equilíbrio industrial, que faz parte do modelo da doença holandesa, porque nesse caso o que importa não são as empresas que participam do comércio externo, mas as empresas que, além disso, utilizam tecnologia no estado da arte mundial. No equilíbrio corrente essa restrição (tecnologia no estado da arte) não é válida. Empresas ineficientes em relação às suas correspondentes no exterior podem fazer parte das empresas que determinam o equilíbrio corrente e garantem o equilíbrio da conta-corrente. A taxa de câmbio as torna competitivas, apesar de relativamente ineficientes.

No Gráfico 5.1 apresentamos a linha do equilíbrio corrente através do tempo, e a linha do preço da taxa nominal de câmbio (E) segundo a teoria neoclássica e a teoria keynesiana – a primeira menos, a segunda, mais volátil. Como veremos no Capítulo 8, a nossa linha da taxa de câmbio é diferente de ambas, porque segue uma tendência cíclica e crônica. Agora nos interessa apenas o equilíbrio corrente, ou seja, a linha que define o valor da moeda estrangeira. Ela é definida pelas variações no custo de produção ou custo mais lucro satisfatório da empresa representativa do país que participa do comércio externo e garante o equilíbrio da conta-corrente. Este custo de produção, por sua vez, depende dos salários e da respectiva produtividade no país. A medida sintética desse custo de produção é o custo unitário do trabalho, que resulta do salário médio dividido pela produtividade do trabalho. Mas a taxa de câmbio é uma relação entre moedas, e, portanto, seu valor depende da relação entre o custo unitário de produção do país e o custo unitário médio de produção dos países com os quais o país base compete. Depende, portanto, do índice comparativo do custo unitário do trabalho, ou seja, da divisão do custo unitário de produção do país pelo custo unitário de produção de uma cesta de países – os principais parceiros ou concorrentes do país no comércio internacional. Existe uma relação inversa entre o índice comparativo do custo unitário do trabalho e o valor da moeda estrangeira. Quando o custo unitário do trabalho em um determinado país aumenta em relação aos de seus parceiros comerciais, ou, em outras palavras, quando o índice comparativo do custo unitário do trabalho desse país aumenta, o valor da moeda nacional *diminui* porque o país perde competitividade do ponto de vista econômico. Mas o equilíbrio da conta-corrente precisa ser mantido no longo prazo. Por isso, à medida que o valor da moeda nacional diminui, a taxa de câmbio deve se *depreciar*. Dessa forma o país mantém competitivas suas empresas no plano monetário embora a esteja perdendo no plano econômico, e a sua conta-corrente continua equilibrada.⁵ O custo para o país de sua perda de competitividade econômica não é o aumento do

⁵ A competitividade internacional das empresas pode ser “técnica” (usa a melhor tecnologia disponível no mundo), pode ser “econômica” (seu custo unitário do trabalho é tão baixo quanto o das melhores empresas de outros países), e pode ser “monetária”, a competitividade econômica menor pode ser compensada pela taxa de câmbio mais depreciada.

déficit em conta-corrente, mas é tornar o país mais pobre, porque precisará de maior quantidade de sua moeda para comprar os mesmos bens e serviços *tradable*.⁶

Gráfico 5.1 O equilíbrio corrente e a volatilidade da taxa de câmbio de mercado, segundo a teoria neoclássica e a keynesiana



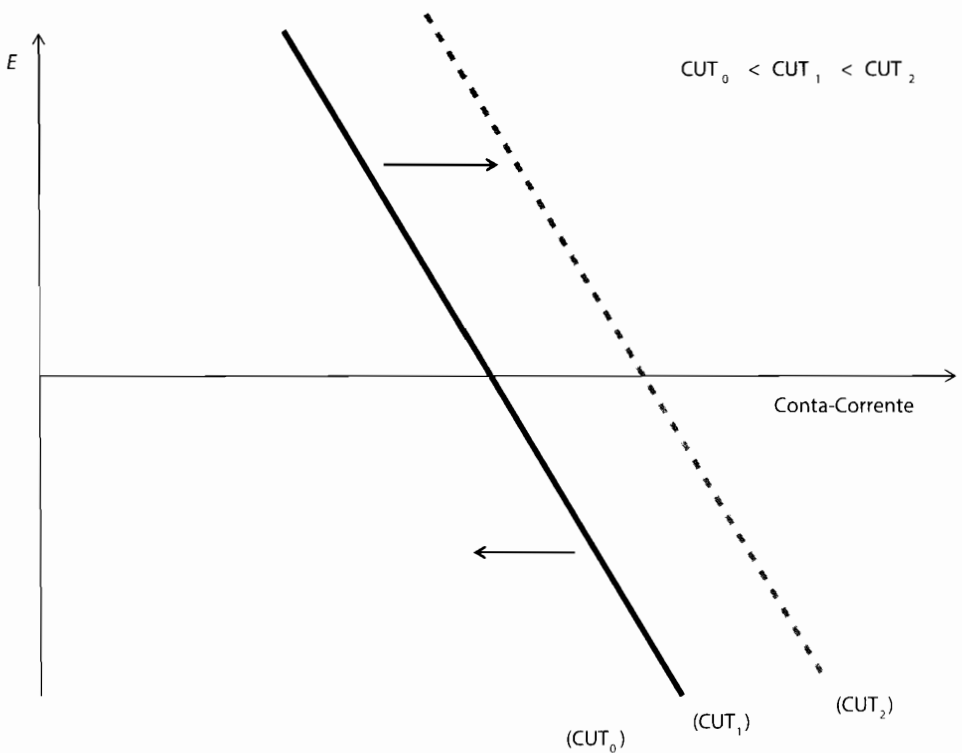
Como podemos ver pelo Gráfico 5.1, a linha do equilíbrio corrente varia no tempo. Esta variação é causada pelas variações no índice comparativo do custo unitário do trabalho. Quando o país está perdendo competitividade, a linha do equilíbrio corrente ou valor se desloca para cima ao mesmo tempo em que aumenta o déficit em conta-corrente, levando a taxa de câmbio a se depreciar; quando ganha competitividade, o equilíbrio corrente diminui, levando a taxa de câmbio a se apreciar de modo a compensar tal ganho de competitividade. A depreciação causada pela perda de competitividade física é perversa para o país, porque a recuperação da competitividade

⁶ Outra possibilidade, que a rigor é mais realista, é considerar que uma empresa pode substituir a mão de obra por insumos importados. Assim, é necessário considerar esses insumos como parte dos custos de produção. Essa estratégia pode reduzir os custos de produção e o valor da taxa de câmbio, mas também contribuirá para reduzir a parcela da indústria de transformação no valor agregado (MARCONI & ROCHA, 2012). Como esse é um efeito indesejado, consideramos a competitividade baseada unicamente nos custos unitários de mão de obra.

monetária (ou o equilíbrio da conta-corrente) diminui a renda de todos. Já a apreciação causada pelo aumento da competitividade física não tem qualquer efeito negativo para o país, porque o equilíbrio da conta-corrente é mantido ao mesmo tempo em que os rendimentos reais das pessoas aumentam. É isso o que, afinal, nos diz o efeito Balassa-Samuelson, mas o problema fica muito mais claro quando temos o conceito de valor da taxa de câmbio.

Esta análise supõe que haja uma relação inversa entre o déficit ou superávit em conta-corrente e a taxa de câmbio. Conforme podemos ver pelo Gráfico 5.2, para cada taxa de câmbio há um superávit ou déficit em conta-corrente. Supomos, para simplificar, que em cada momento a relação entre as duas variáveis é linear. Mas a relação entre a taxa de câmbio e a conta-corrente não é constante – não existe para cada taxa de câmbio um único superávit ou déficit em conta-corrente, porque quando há variação no valor da taxa de câmbio tende a haver variação no seu preço. Essas variações se expressam em deslocamentos da curva taxa de câmbio / saldo em conta-corrente. Se a variação no preço corresponder à variação no valor, o saldo da conta-corrente não se alterará.

Gráfico 5.2 Taxa de câmbio e déficit em conta-corrente



Em síntese, o equilíbrio corrente não é constante. Ele está sempre mudando em resposta às mudanças tecnológicas e ao aumento ou diminuição da produtividade que está ocorrendo no país em relação aos outros países, e em função da variação dos salários do país em relação aos salários em outros países. Mais genericamente, se o custo unitário do trabalho do país (corresponde ao CUT no Gráfico 5.2) aumentar em relação ao custo unitário do trabalho dos seus principais concorrentes, o valor da taxa de câmbio ou da moeda nacional aumentará e a taxa de câmbio real tenderá a se depreciar, para que a competitividade monetária compense a perda de competitividade técnica, e o país continue com suas contas internacionais equilibradas, mas nesse caso o país se torna relativamente mais pobre – o que reflete a perda de produtividade.

A oferta e a procura de moeda estrangeira

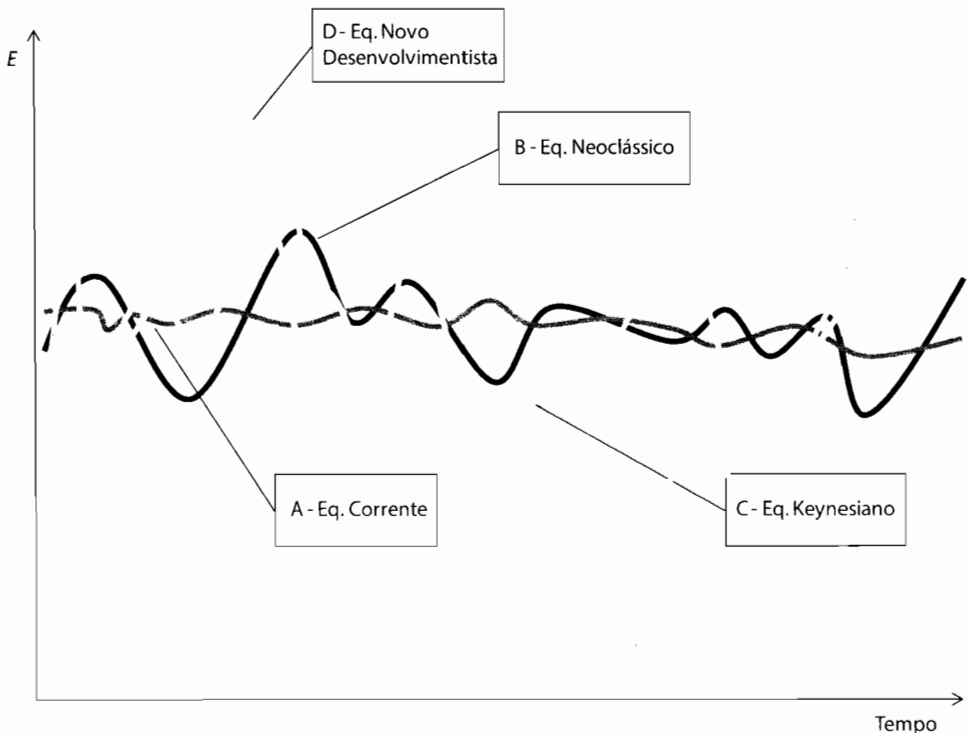
Vemos, portanto que o valor da taxa de câmbio – o equilíbrio corrente – determina em primeira instância a taxa de câmbio, enquanto a oferta e a procura de moeda estrangeira a determina em segunda instância. De que depende essa oferta e procura? Sobre essa questão os livros-texto têm respostas. Depende, de um lado, das exportações do país, que dependem do preço dos bens exportados e da demanda internacional, que, por sua vez, está sujeita a muitas variáveis entre as quais choques externos; depende, de outro lado, das importações do país que dependem do preço dos bens importados e da oferta internacional. Os termos de troca são, portanto, determinantes da oferta e da procura de moeda estrangeira.

A oferta e procura de moeda depende também dos fluxos de capitais positivos ou negativos, que se tornaram muito grandes nos últimos 30 anos, mas que *não* justificam a afirmação que frequentemente ouvimos que devido a eles a taxa de câmbio tornou-se “indeterminada”. Os fluxos de capital associados a bolhas especulativas tornaram a taxa de câmbio mais volátil do que já era, mas eles não apontam a taxa de câmbio para uma direção como faz a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio. Em grande parte esses fluxos de capital se anulam; isto apenas não acontece na macroeconomia desenvolvimentista nos momentos de crise de balanço de pagamentos, quando eles são durante algum tempo suspensos pelos credores, causando a forte desvalorização da moeda nacional.

Aprendemos ainda nos livros-texto que a oferta e demanda de moeda estrangeira depende das relações de troca que, quando favorecem o país, sua taxa de câmbio tende a se apreciar; depende da taxa de juros, cuja elevação atrai capitais e aprecia a moeda nacional; depende das vendas ou compras de reservas pelos bancos centrais; depende do emprego ou não de controles de capitais; e depende do valor do déficit público que, se for alto, estimulará a demanda, aumentará as importações, e causará valorização cambial.

Tendo em vista o alto grau de liquidez dos mercados financeiros, ou seja, tendo em vista a abundância de dinheiro no moderno capitalismo global, a oferta de divisas fortes é sempre muito grande. Nesse quadro, e considerando a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio que existe nos países em desenvolvimento, a disposição de emprestar dos agentes financeiros internacionais não são sensíveis aos sinais de mercado como deveriam ser. Segue-se daí que depois de uma crise financeira e da forte desvalorização cambial que a caracteriza, ocorre a inevitável valorização da moeda, a qual, entretanto, não para de valorizar assim que a taxa de câmbio passa a garantir o equilíbrio da conta-corrente do país. Em vez disso, continua a se apreciar, mergulhando o país no déficit em conta-corrente, porque, dada a financeirização dos mercados financeiros, forma-se uma bolha de crédito que dura até que haja a súbita perda de confiança dos credores e a crise de balanço de pagamentos se desencadeie.

Gráfico 5.3 O equilíbrio corrente e a volatilidade da taxa de câmbio na teoria novo-desenvolvimentista



A taxa de câmbio varia, portanto, em torno do equilíbrio corrente de acordo com a oferta e a procura pela moeda estrangeira. Mas raramente ela está alinhada – corresponde

ao seu valor. Conforme podemos ver no Gráfico 5.3, para os economistas neoclássicos, esses desalinhamentos se expressam em baixa volatilidade da taxa de câmbio; para os economistas keynesianos, em alta volatilidade; para o novo desenvolvimentismo, na tendência à sobreapreciação cíclica e crônica da taxa de câmbio, que já colocamos no gráfico, embora só iremos explicá-la no Capítulo 8.

Carry trade causando valorização

No quadro das crises cíclicas de balanço de pagamentos a que estão sujeitos os países em desenvolvimento, uma forte elevação da taxa de juros não impede a desvalorização abrupta da taxa de câmbio. Em seguida, a moeda nacional volta necessariamente a se apreciar em direção ao equilíbrio, enquanto a taxa de juros ainda se mantém elevada. Ocorrem, então, entradas especulativas de capital no país que configuram o *carry trade* – ganhos elevados para o comprador estrangeiro de títulos nacionais em um quadro de taxa de juros alta combinada com valorização da taxa de câmbio. Quando, depois da crise, a economia do país é reorganizada e estabilizada, os agentes financeiros externos podem prever com segurança que a moeda do país se apreciará nos meses e anos seguintes, porque a moeda nacional está altamente sobrevalorizada, e a probabilidade de sua valorização é evidente. Quando os especuladores externos reconhecem isso, surge a oportunidade de ganhos financeiros elevados decorrentes da soma dos juros altos com a valorização cambial, e a taxa de câmbio se aprecia ainda mais depressa. Temos, assim, o caso de uma profecia autorrealizada.

O fato que desencadeia esse movimento é a prática de uma política monetária em que o banco central controla a taxa de juros e a oferta de moeda é endógena, oscilando para manter a taxa de juros no patamar desejado. Nesse cenário, quando o banco central aumenta a taxa de juros, o governo desencadeia operações de vendas de títulos a essa nova taxa e retira moeda de circulação, que retornará com o valor corrigido pelo ganho com os juros no momento em que a autoridade monetária recompra os papéis. Sabendo que o Banco Central irá manter um patamar elevado para a taxa de juros, os aplicadores estrangeiros trazem mais recursos ao país, pois ganharão tanto com a taxa de juros como também com a valorização da moeda, que ocorrerá em função da própria elevação dessa taxa. No entanto, se o mercado monetário fosse flutuante, a exemplo do que advoga a teoria convencional em relação à taxa de câmbio, essa dinâmica não ocorreria. A elevação da taxa de juros seria apenas temporária: o diferencial entre a taxa de juros interna e externa seria atrativo para os investidores estrangeiros, que aplicariam recursos no mercado financeiro do país, fato que, dado o imperativo de converter moeda estrangeira em nacional, aumentaria a oferta desta última e implicaria a posterior redução da taxa de juros.

Logo, em uma economia em que a taxa de juros é determinada pela oferta e demanda de moeda, isto é, o mercado monetário é flexível, a taxa de juros interna tende a equivaler à externa, acrescida do risco associado ao país e à expectativa de variação cambial. A taxa de câmbio oscilaria no curto prazo em função dos fluxos de capitais e das variações passageiras na taxa de juros e as operações de *carry trade* gerariam ganhos momentâneos, apenas associados à arbitragem. Mas como a política monetária atual, associada ao regime de metas de inflação, determina a taxa de juros básica e não a oferta de moeda, como ocorria no passado, o ajuste da taxa de juros que seria esperado quando há um maior ingresso de recursos no país não ocorre, e os ganhos com as operações de *carry trade* são crescentes enquanto a expectativa de desvalorização abrupta da moeda não se acentuar. Nesse cenário, entram mais recursos no país e a taxa de câmbio continua se valorizando quanto mais elevada for a taxa de juros, e mais a moeda se valorizará porque, ao contrário da taxa de juros, a taxa de câmbio não é fixada pelo Banco Central.

Na literatura financeira, o *carry trade* tem um sentido mais amplo que o utilizado aqui. Significa uma operação pela qual o custo de manter um determinado ativo é menor do que o ganho que poderia ser obtido no futuro graças a sua valorização. No nosso caso, estamos pensando no *carry trade* realizado por investidores externos, que usam o dólar ou outra moeda forte para comprar ativos financeiros do país de renda média. Na medida em que essa operação financeira envolve uma profecia autorrealizável, desenvolve-se uma nova bolha financeira que causa a valorização da taxa de câmbio. Como a taxa de juros é alta e os investidores financeiros externos preveem que haverá espaço para a valorização da taxa de câmbio, eles ganham duas vezes: a partir da taxa de juros e a partir da valorização da moeda local causada pelos ingressos de capital envolvidos na operação.

No final, a taxa de câmbio real alcança um *piso* – o ponto abaixo do qual mesmo as exportações de commodities se tornam economicamente inviáveis –, mas, não obstante o regime de câmbio flutuante, a taxa de câmbio não se deprecia. Isto acontece porque o país nesses momentos geralmente experimenta uma bolha de crédito. A taxa de câmbio não se deprecia embora as exportações caiam e as importações aumentem, porque os ganhos dos credores externos, envolvidos em operações de *carry trade* são muito grandes. Eles ganham com os juros elevados que o país pratica somado à desvalorização cambial, que continua a acontecer. É apenas mais tarde, quando a taxa de câmbio chegou a um piso abaixo do qual não pode mais se apreciar porque tornaria as exportações de commodities deficitárias (gravosas), que os credores e especuladores externos começam, primeiro, a se desinteressar do país porque não podem mais ganhar com a apreciação da moeda local, e, finalmente, a temer por seus créditos, e suspender a rolagem da dívida do país em moeda estrangeira, desencadeando-se a crise de balanço de pagamentos ou cambial.

Resumo

Neste capítulo iniciamos a discussão dos determinantes da taxa de câmbio segundo a macroeconomia desenvolvimentista. Como introdução, discutimos brevemente o problema dos regimes cambiais e a teoria da paridade de poder de compra, e, em seguida, apresentamos uma teoria nova e geral da taxa de câmbio ou da moeda estrangeira, baseada no seu valor. Como acontece com os bens e serviços, também a moeda estrangeira tem um valor de longo prazo e um preço que gira ou flutua em torno de seu valor. O valor da taxa de câmbio é o valor da moeda estrangeira em termos de moeda nacional que cobre o custo mais lucro satisfatório das empresas que participam do comércio exterior do país e possibilitam o equilíbrio da sua conta-corrente; corresponde ao equilíbrio corrente da taxa de câmbio; é o valor da moeda estrangeira necessário para que essas empresas continuem a investir e a exportar.

O valor da moeda estrangeira varia na medida em que varia o índice comparativo do custo unitário do trabalho, ou seja, o quanto varia o custo unitário do trabalho do país em relação ao custo unitário do trabalho dos países concorrentes. Existe uma relação direta entre o valor da taxa de câmbio e o déficit ou o superávit em conta-corrente do país, mas essa relação não é linear, devido às variações do valor ou do equilíbrio corrente em função das variações no índice comparativo do custo unitário do trabalho.

Quanto ao preço da moeda estrangeira ou da taxa de câmbio, ele varia em torno do seu valor em função da oferta e procura de moeda. Esta, por sua vez, conforme podemos ler nos livros-texto, varia em função das exportações e importações do país, as quais dependem da relação entre os preços dos bens importados e exportados, ou seja, da relação de trocas. Depende, também, dos fluxos de capitais, que dependem da política monetária, ou seja, da taxa de juros definida pelos bancos centrais, e de movimentos especulativos, além de estarem presentes no modelo da tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio nos momentos em que os credores externos perdem a confiança e os fluxos de entrada de capitais são por algum tempo suspensos. Além disso, o preço da taxa de câmbio depende de um fator estrutural, a doença holandesa, e de três políticas equivocadas – a política de crescimento com déficit em conta-corrente (poupança externa), a política de juros altos para combater a inflação e atrair capitais, e a política de âncora cambial contra a inflação. Discutiremos esses fatores nos dois próximos capítulos.

Questões

1. Qual a diferença entre o valor e o preço da taxa de câmbio ou moeda estrangeira?
2. A linha do equilíbrio corrente ou do valor da moeda estrangeira varia segundo o quê?
3. Qual a relação entre o valor da moeda estrangeira e custo unitário do trabalho?

4. O que acontece com o equilíbrio corrente e, em seguida, com a taxa de câmbio, quando o índice comparativo do custo unitário do trabalho aumenta em um país?
5. Por que uma desvalorização “real” significa uma mudança na relação entre o custo dos bens e serviços não comercializáveis e dos comercializáveis?
6. De que dependem a oferta e a procura de moeda estrangeira?
7. Para sabermos qual é a taxa de câmbio fundamental do país, qual é a abordagem relevante: a do PPP ou a do valor?

6

A DOENÇA HOLANDESA

A doença holandesa ou a maldição dos recursos naturais causa uma sobreapreciação de longo prazo da taxa de câmbio de um país, representando, por isso, uma falha de mercado ou uma desvantagem competitiva para as empresas eficientes de um país. Certos autores distinguem a doença holandesa, que para eles não é algo claro, da maldição dos recursos naturais; a primeira seria o problema econômico que estamos discutindo; a segunda, um problema político: a corrupção ou o *rent-seeking* associado aos governos e às empresas que exportam commodities principalmente em países pobres. Recusamos essa distinção, porque ela leva os autores que a utilizam a minimizar senão ignorar o problema econômico representado por essa doença ou maldição.

Uma doença holandesa não neutralizada é chave para explicar por que alguns países em desenvolvimento dotados de grandes recursos naturais ficaram para trás, não se industrializando, enquanto outros, como o Brasil, a neutralizaram e se industrializaram. Mas pode acontecer que o país que neutralizou a doença holandesa, a partir de um momento deixe de fazê-lo e, em consequência, entre em processo de baixo crescimento e desindustrialização prematura, como é o caso novamente do Brasil. Certamente, há outras explicações para o fato de a maioria dos países exportadores de petróleo não conseguirem se industrializar e crescer, apesar da riqueza que o petróleo representa; mas a doença holandesa é certamente a explicação crucial. Podemos encontrar outras explicações para o fato de os países do Leste Asiático terem se desenvolvido mais rapidamente do que os latino-americanos desde que se tornaram independentes, mas uma causa importante é que a América Latina, ao contrário dos países do Leste Asiático que crescem rapidamente, tem abundância de recursos naturais. Como resultado, os países asiáticos ou não sofrem da doença holandesa ou sofrem apenas levemente e podem neutralizá-la com relativa facilidade, enquanto na América Latina a doença holandesa é relativamente grave, mesmo nos países não exportadores de petróleo.

A causa da doença holandesa são as rendas ricardianas que têm origem na exploração e exportação de recursos naturais abundantes e baratos. Além de pagar salários e lucros, a exploração dos recursos naturais dá origem a rendas ricardianas para o país, na medida em que os custos envolvidos na produção da commodity são menores do que aqueles incorridos pelos produtores marginais menos eficientes admitidos ao mercado global, aqueles que estabelecem o preço mínimo internacional de mercado da commodity. Este fato permite que as empresas que exportam as commodities portadoras de rendas ricardianas sejam lucrativas com uma taxa de câmbio sobrevalorizada, transferindo, assim, essas rendas para sua sociedade como um todo sob a forma de salários reais mais elevados. Isto, se a sociedade for já uma sociedade capitalista na qual não há oferta ilimitada de mão de obra. Se esse não for o caso, e a maioria dos salários for determinada pelo nível de subsistência da mão de obra, as rendas serão capturadas apenas pelas elites locais e pelas empresas exportadoras.¹ Outro nome para a doença holandesa é maldição dos recursos naturais. Para nós, as duas expressões são sinônimas, mas, como veremos mais adiante, é comum distinguir uma da outra, explicar a maldição dos recursos naturais como causada pela corrupção das elites locais, e “esquecer” da sobrevalorização cambial – algo muito conveniente para os países ricos.

A doença holandesa implica permanente sobrevalorização das taxas de câmbio dos países exportadores de commodities que se beneficiam dos recursos abundantes e baratos. A sobrevalorização ocorre porque, dada a existência de rendas ricardianas, as exportações dessas commodities são economicamente viáveis e podem ser exportadas a uma taxa de câmbio que gira em torno do seu valor ou equilíbrio corrente determinado por essas mesmas commodities – uma taxa de câmbio cujo valor e preço são claramente mais apreciados do que o exigido para tornar competitivas as empresas não exportadoras de commodities que produzem bens e serviços comercializáveis utilizando tecnologia no estado da arte mundial. Se devidamente neutralizada por meio de um tributo variável sobre as exportações da commodity, a doença holandesa é uma bênção para o país, porque o país se torna mais competitivo, investe mais, cresce mais e apresenta um superávit em conta-corrente, não ficando mais sujeito a crises cíclicas de balanço de pagamentos. Se não neutralizada, ela é ou um permanente obstáculo à industrialização se o país ainda não se industrializou, ou provoca sua desindustrialização se o país, que já é industrializado, neutralizou a doença no passado mas depois liberalizou suas contas externas e conseqüentemente não consegue mais neutralizá-la. Pode ser surpreendente a afirmação de que o país que neutraliza a maldição dos recursos naturais passa a ter superávit em conta-corrente, mas, como veremos no capítulo sobre a sua neutralização, esta implica levar o valor da taxa de câmbio do equilíbrio corrente (compatível com o

¹ A rigor não haveria apropriação das rendas ricardianas pelas empresas se estas fossem competitivas, mas sabemos que geralmente esse não é o caso.

equilíbrio intertemporal da conta-corrente do país) para o equilíbrio industrial que é por definição mais depreciado e, portanto, implica um superávit em conta-corrente.

A doença holandesa aflige quase todos os países em desenvolvimento porque, como veremos, afeta não apenas os países ricos em recursos naturais mas também, ainda que de forma menos grave, os países com mão de obra barata, onde o diferencial de salários é maior do que o que existe nos países ricos. É uma falha de mercado muito grave porque não gera uma crise que lhe dê um fim; na verdade, ela é compatível com o equilíbrio da conta-corrente do país, de tal forma que a sobrevalorização da taxa de câmbio causada por ela pode persistir indefinidamente sem provocar uma crise de balanço de pagamentos.

O conceito de doença holandesa

A doença holandesa é um problema antigo. É essencial para explicar o desenvolvimento e o subdesenvolvimento, mas foi identificada apenas nos anos 1960, nos Países Baixos, onde a descoberta e a exportação de gás natural apreciaram a taxa de câmbio e ameaçaram destruir a indústria de transformação do país. Na década de 1980 surgiram os primeiros estudos acadêmicos sobre o assunto, juntamente com o primeiro modelo da doença holandesa (CORDEN & NEARY 1982; CORDEN 1984). Em seu modelo, os autores presumiram uma economia com três setores, dois deles relacionados aos bens comercializáveis (o setor “booming” constituído pelas commodities que originam a doença holandesa e o setor de bens *tradable* que não originam a doença holandesa, essencialmente a indústria de transformação, que é o setor prejudicado) e um terceiro setor composto de bens não comercializáveis, principalmente serviços. O segundo modelo foi originalmente desenvolvido por Bresser-Pereira (2008, 2013) e é aqui resumido. O modelo de Corden e Neary foi uma contribuição significativa, mas é um modelo neoclássico que tem algumas diferenças importantes em relação ao de Bresser-Pereira: primeiro, não define a origem da doença holandesa como as rendas ricardianas; segundo, considera haver doença holandesa apenas nos momentos de boom do preço das commodities, o que não é o caso quando a gravidade da doença holandesa é alta, porque nesse caso ela é uma falha de mercado que está presente mesmo quando o preço internacional da commodity baixou substancialmente; terceiro, esse modelo não aponta a valorização da taxa de câmbio no longo prazo como o problema central criado pela doença; quarto, do modelo não se pode deduzir que o que é central no modelo de Bresser-Pereira: que a forma de neutralizar a doença holandesa é a criação de um imposto sobre as exportações das commodities que a originam (que examinaremos no Capítulo 13); quinto, também não se pode deduzir dele o que é imediatamente deduzido do modelo adotado neste livro: que, considerando-se constantes as demais variáveis, o país apresentará superávit em conta-corrente quando neutraliza sua doença

holandesa. Sachs e Warner (2001) adotaram esse modelo e demonstraram empiricamente a existência da doença holandesa. Em livro de artigos sobre a maldição dos recursos naturais,² Jeffrey Sachs (2007: 185) centra sua explicação da doença holandesa na mudança de preços relativos causada pela doença holandesa com a queda dos preços do setor *tradable* em relação ao setor *non tradable* – o que é correto mas não específico, já que um aumento dos preços dos *non tradable* em relação aos *non tradable* caracteriza qualquer valorização cambial, e não apenas a valorização causada pela doença holandesa. Por outro lado, ele acredita que o setor *tradable* que não origina a doença holandesa pode ser lucrativo desde que se “os investimentos financiados pelo petróleo aumentam significativamente a produtividade do setor *tradable*” prejudicado pela doença holandesa – o que definitivamente não faz sentido: não se compensa a perda de competitividade da indústria ou da agricultura que não origina doença holandesa causada pela valorização a longo prazo da taxa de câmbio com investimentos; isto só seria verdade se esses investimentos tornassem a produtividade das empresas maior do que a existente nos demais países – algo que nada pode garantir a não ser rendas ricardianas.

No modelo que apresentamos aqui, a ênfase é colocada diretamente na taxa de câmbio e na existência de dois preços necessários ou de duas taxas de câmbio de equilíbrio, que correspondem ao valor da moeda estrangeira, respectivamente para os exportadores de commodities e para as outras empresas que produzem bens e serviços comercializáveis. Nesse modelo, a doença holandesa é uma desvantagem competitiva permanente, que se agrava ou se torna mais amena na medida da variação dos preços internacionais das commodities exportadas e da consequente variação do equilíbrio corrente.

Podemos definir a doença holandesa de maneira muito simples. A doença holandesa é uma desvantagem competitiva associada a uma crônica sobrevalorização da taxa de câmbio causada pela exploração de recursos abundantes e baratos, cuja exportação é compatível com uma taxa de câmbio claramente mais elevada do que a taxa que torna internacionalmente competitivas outras empresas produtoras de bens comercializáveis que usam tecnologia no estado da arte mundial. Os produtores de commodities têm menores custos de produção, podem ser competitivos e atingir o nível necessário de lucratividade com uma taxa de câmbio mais apreciada do que a taxa exigida pelos produtores de bens e serviços comercializáveis não commodities. É um fenômeno estrutural que cria obstáculos à industrialização ou à sofisticação produtiva; ou então provoca desindustrialização se a maldição dos recursos naturais tiver sido previamente neutralizada e o país tiver se industrializado, mas depois, geralmente em nome da abertura comercial e financeira, deixou de contar com um sistema de câmbios múltiplos ou de tarifas elevadas de importação somadas a subsídios à exportação de bens manufaturados que a neutralizava.

² Ver Humphreys, Sachs e Stiglitz (eds.) (2007).

Além de uma desvantagem competitiva, a doença holandesa equivale a uma falha de mercado porque distorce um preço macroeconômico fundamental – a taxa de câmbio – e porque gera externalidades negativas para os setores de bens comercializáveis da economia não exportadores de commodities, impedindo-os de se desenvolverem mesmo se adotarem a melhor tecnologia mundial e as melhores práticas administrativas. É uma falha de mercado que implica a existência de uma diferença entre a taxa de câmbio que equilibra intertemporalmente a conta-corrente do país e a taxa de câmbio que sustenta os setores eficientes de bens e serviços comercializáveis, além daqueles que se beneficiam das rendas ricardianas. Somente quando a doença holandesa for neutralizada é que o mercado será capaz de alocar recursos com eficiência e promover o investimento e a inovação.

As commodities dão origem à doença holandesa porque se beneficiam das rendas ricardianas. De acordo com a clássica teoria de David Ricardo, seu preço de mercado é definido no mercado internacional pelos produtores marginais menos eficientes admitidos ao mercado. A diferença entre o custo correspondente a esse preço e o custo para um país de produzir a commodity a partir de seus recursos naturais é a renda ricardiana. Geralmente a doença holandesa é associada a um único bem (petróleo) ou a um número limitado de bens produzidos com esses recursos naturais. Enquanto no modelo de Ricardo as rendas beneficiam apenas os proprietários das terras mais produtivas, já vimos que no caso da doença holandesa, se essas rendas não forem neutralizadas e se os salários forem ainda determinados pelo nível de subsistência da população, dada a existência de oferta ilimitada de trabalho, elas beneficiarão, a curto prazo, apenas as classes médias e as famílias ricas do país, que comprarão bens comercializáveis mais baratos do que os preços que prevaleceriam caso a taxa de câmbio estivesse em equilíbrio. Mas essas rendas onerarão toda a população a médio prazo porque comprometem a industrialização ou, mais amplamente, porque impedem a sofisticação produtiva, ou seja, a transferência de mão de obra para setores com maior valor agregado *per capita* – uma transferência que é a fonte primária de maior produtividade e de desenvolvimento econômico.

Duas taxas de câmbio de equilíbrio

Já vimos que a taxa de câmbio de equilíbrio de longo prazo, que denominamos taxa de câmbio de equilíbrio corrente corresponde a seu valor – em torno do qual o preço de mercado flutua. A doença holandesa caracteriza-se pela existência de *dois* equilíbrios de longo prazo ou dois valores para a taxa de câmbio: além do equilíbrio corrente, o “equilíbrio industrial”. Enquanto primeiro e mais geral corresponde à taxa de câmbio que cobre ou deveria cobrir o custo mais lucro satisfatório não de todas as empresas produtoras de bens e serviços *tradable*, mas, na prática, corresponde apenas às empresas

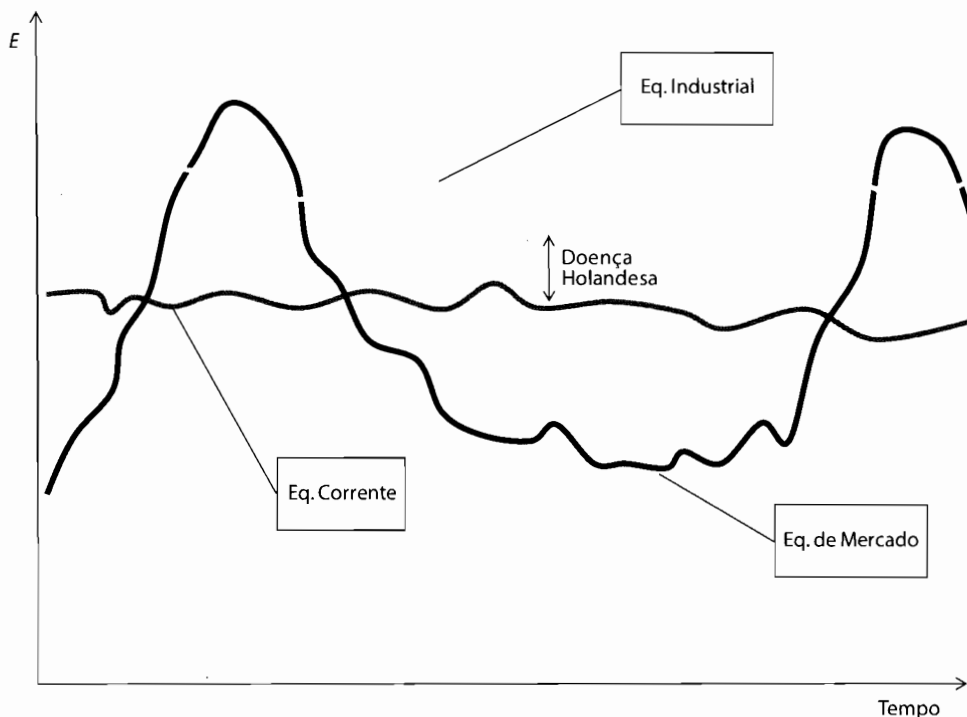
produtoras e exportadoras de commodities que se beneficiam de rendas ricardianas, o equilíbrio industrial cobre o custo mais lucro satisfatório das demais empresas, inclusive das empresas potenciais, produtoras de bens e serviços *tradable* que utilizam tecnologia no estado da arte mundial. O equilíbrio industrial é mais apreciado do que o equilíbrio corrente, porque no caso deste as empresas que produzem commodities transferem as rendas ricardianas para os preços, ou seja, para os seus compradores, podendo, assim, ser exportados a uma taxa de câmbio menor do que a requerida pelos bens e serviços não commodities. Como o equilíbrio corrente é mais baixo ou valorizado do que o equilíbrio industrial, é ele que determina o preço da taxa de câmbio, e, ao fazê-lo, torna não competitivas as empresas não commodities do país, não obstante elas utilizem a melhor tecnologia disponível no mundo para o respectivo setor industrial. A taxa de câmbio de equilíbrio corrente garante uma taxa de lucro razoável para os produtores das commodities que causam a doença e equilibra intertemporalmente a conta-corrente do país; a taxa de câmbio de equilíbrio industrial tornaria competitivas aquelas empresas que produzem bens e serviços comercializáveis internacionalmente usando tecnologia no estado da arte mundial e que não se beneficiam das rendas ricardianas. A doença holandesa é a diferença entre os dois valores ou equilíbrios.

Em princípio o valor ou custo de produção mais lucro satisfatório deveria coincidir para todos os setores, não fazendo sentido econômico que uma empresa que é tecnologicamente competitiva não seja economicamente competitiva, mas esta é a consequência das rendas ricardianas. É por isso que se trata de uma doença – a doença holandesa – que também pode ser chamada de “maldição dos recursos naturais”. Havendo doença holandesa, outros fatores de competitividade permanecendo iguais, se uma empresa que utiliza a melhor tecnologia se estabelecer em um país afetado por essa doença, ela só será economicamente viável se sua produtividade for tão maior do que a produtividade dos concorrentes em outros países que compense a valorização causada pela doença.

Os dois equilíbrios são aqui definidos em termos de valor; o *preço de mercado* da taxa de câmbio, por sua vez, flutuará de acordo com a oferta e a demanda de moeda estrangeira em torno do equilíbrio corrente. O preço de mercado pode ser expresso em termos nominais, ou então em termos reais, quando temos uma série e precisamos descontar a inflação. Não confunda, porém, a taxa de câmbio real com o valor da taxa de câmbio; são duas coisas muito diferentes. Neste livro não estamos interessados no curto prazo, e sempre trabalharemos com o preço real de mercado. O Gráfico 6.1 mostra a doença holandesa, que corresponde à distância entre os dois equilíbrios em termos de valor, e a taxa de câmbio de mercado de acordo com a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio, que explicaremos no Capítulo 8. A distância entre o equilíbrio industrial e o equilíbrio corrente é relativamente pequena nesse gráfico, o que significa que neste país a gravidade da doença ou da sobrevalorização é relativamente pequena – típica de um país que exporta produtos agrícolas. Ela é variável porque tanto

o equilíbrio corrente quanto o equilíbrio industrial variam, o primeiro principalmente de acordo com o preço internacional da commodity ou os termos de troca e secundariamente de acordo com a variação do índice comparativo do custo unitário do trabalho relativo às commodities enquanto o equilíbrio industrial varia principalmente de acordo com o índice comparativo do custo unitário do trabalho relativo aos bens e serviços *tradable* não commodities, e secundariamente de acordo com os respectivos termos de troca. Por outro lado, num país que exporta petróleo e onde o custo de produção do petróleo é baixo, a doença holandesa será muito mais grave, e isso seria expresso graficamente por um espaço mais amplo entre as duas linhas.

Gráfico 6.1 Doença holandesa, os dois equilíbrios e a taxa de câmbio de mercado



No Gráfico 6.1, o equilíbrio corrente e o equilíbrio industrial são definidos em termos de valor. Já vimos que o equilíbrio corrente e o industrial variam de acordo com as variações no índice comparativo do custo unitário do trabalho. Mas enquanto o equilíbrio corrente refere-se apenas às commodities, o equilíbrio industrial refere-se aos demais bens comercializáveis do país. Como são medidas em termos de valor, os dois equilíbrios variam de acordo com o custo de produção ou, mais precisamente, variam de acordo com o índice comparativo do custo unitário do trabalho. Além disso,

os dois equilíbrios variam de acordo com a variação dos preços internacionais das commodities que, no caso destas, é muito maior e mais significativo do que a variação causada por mudanças no índice comparativo do custo unitário do trabalho. Como a gravidade da doença holandesa depende da diferença entre o equilíbrio corrente e o equilíbrio industrial, ela se agravará quando o custo unitário do trabalho do país aumentar mais do que o de seus concorrentes comerciais fazendo com que a curva de equilíbrio industrial *suba* distanciando-se mais do equilíbrio corrente, e vice-versa. Ela também se agravará quando o preço das commodities exportadas pelo país aumentar ou diminuir, no primeiro caso fazendo com que o equilíbrio corrente *caia* de preciação, no segundo caso, que o equilíbrio corrente *suba* provocando apreciação cambial. Como veremos no Capítulo 13, a neutralização da doença holandesa se faz através de um imposto ou retenção sobre as exportações das commodities que a originam. É fácil compreender o porquê: o imposto aumenta o custo de produção da commodity e, se for igual à gravidade da doença holandesa, a neutraliza, fazendo o equilíbrio industrial e o corrente coincidirem.

Qual dos dois equilíbrios é o *verdadeiro* equilíbrio? Se adotarmos como critério o valor em torno do qual o preço de mercado da taxa de câmbio flutua, é o equilíbrio corrente; se considerarmos como critério a competitividade da economia, o equilíbrio industrial é o verdadeiro, porque é a taxa de câmbio *competitiva* do país; é a taxa que o país deve buscar a fim de se desenvolver. Sua diferença da taxa de equilíbrio corrente revela uma grave falha de mercado, porque vai contra o princípio básico da teoria econômica segundo o qual, numa economia de mercado, as empresas eficientes são necessariamente competitivas. Num país livre da doença holandesa, a taxa de câmbio de equilíbrio corresponde ao equilíbrio dos preços relativos; em outras palavras, obedece à lei fundamental em teoria econômica – a tendência à equalização das taxas de lucro de todos os setores da economia. Quando temos a doença holandesa, não é a taxa de câmbio de equilíbrio corrente, mas sim a taxa de câmbio de equilíbrio industrial – aquela resultante da neutralização da doença holandesa por meio da administração da taxa de câmbio – que permite a relativa equalização das taxas de lucro, desde, naturalmente, que ela seja neutralizada.

A doença holandesa determina no longo prazo a taxa de câmbio, apreciando-a, tornando-a não competitiva. Ela é a causa estrutural da tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio. Mas, observe-se, ela apenas aprecia a taxa de câmbio, no gráfico, puxa a taxa de câmbio de mercado para baixo, até o equilíbrio corrente. Precisaremos de outras causas que são com frequência elevadas, causando crises de balanço de pagamentos. As causas determinantes de uma taxa de câmbio correspondente a um déficit em conta-corrente são três políticas habituais adotadas pelos países em desenvolvimento que discutiremos no próximo capítulo: a política de crescimento com poupança ou endividamento externo, a política de alto nível de juros e a política de âncora cambial contra a inflação.

Simple formalização

Podemos proceder uma simples formalização da doença holandesa ou maldição dos recursos naturais. Quando um país se beneficia das rendas ricardianas, ele terá duas taxas de câmbio de equilíbrio: a taxa de câmbio de equilíbrio corrente, E_c e a taxa de câmbio de equilíbrio industrial, E_i , e as empresas “potencialmente” competentes (que poderiam ser organizadas usando tecnologia no estado da arte mundial) terão uma taxa de lucro esperada negativa, e o empresário potencial não investirá. Se a doença holandesa tiver sido neutralizada no passado e, conseqüentemente, houve industrialização, mas a partir de um certo momento essa neutralização foi abandonada em nome do liberalismo econômico, as empresas do setor de bens comercializáveis verão suas taxas de lucro diminuírem ou se tornarem negativas (dependendo da gravidade da doença), e o país sofrerá uma desindustrialização prematura.³ Em ambos os casos, não haverá igualdade de oportunidades entre empresas concorrentes, que é a condição básica para uma sólida operação dos mercados nacionais e mundiais.

Em termos simples, a taxa de câmbio é o preço da moeda estrangeira, é a taxa de câmbio de mercado, E ; ela resulta da oferta de moeda estrangeira gerada pelas exportações e pelos ingressos de capital, e da demanda de moeda estrangeira derivada das exportações, das remessas líquidas de lucro e das saídas de capital, o valor desempenhando o papel de centro em torno do qual flutua a taxa de câmbio. Geralmente, a taxa de câmbio estará em equilíbrio quando corresponder a seu valor e a conta-corrente do país estiver equilibrada. As entradas e saídas de capital põem em risco sua capacidade de equilibrar a conta-corrente do país, mas não mudam o conceito de uma taxa de câmbio de equilíbrio. Medida em moeda nacional, a taxa de câmbio é igual ao preço em moeda nacional do bem representativo, px_n , dividido por seu preço em moeda estrangeira, px_s .

$$E = px_n / px_s$$

Assim como o valor de um bem corresponde ao custo mais uma razoável margem de lucro, suficiente para estimular empresas eficientes, que usam a melhor tecnologia disponível, a investirem, dado o preço internacional dos bens e serviços, o valor da taxa de câmbio corresponde à taxa que permite que empresas eficientes que produzem bens comercializáveis cubram seus custos e tenham uma razoável margem de lucro que as estimule a investir. A taxa de câmbio de mercado flutua em torno desse valor de acordo com a oferta e a demanda de moeda estrangeira. Em alguns casos, devido à formação

³ Neste segundo caso estão países de renda média como o Brasil. O Brasil se industrializou entre 1930 e 1980 por meio do uso de vários mecanismos que neutralizaram a doença holandesa, geralmente envolvendo taxas de câmbio múltiplas ou elevados impostos sobre a importação e elevados subsídios às exportações de produtos manufaturados. Entretanto, a partir de 1990 ele liberalizou suas contas comerciais e financeiras, e a desindustrialização prematura se estabeleceu no país.

de bolhas de crédito ou à conseqüente crise financeira, a taxa de câmbio de mercado pode ir muito além do valor. Na ausência da doença holandesa, o preço necessário ou o valor da taxa de câmbio correspondem tanto à taxa de câmbio de equilíbrio corrente quanto à taxa de câmbio de equilíbrio industrial. Para os bens em geral, portanto, o preço necessário corrente e o preço necessário industrial são iguais e correspondem à taxa de câmbio de equilíbrio corrente, E_c .

$$px_{c\#} = px_{i\#} = \varepsilon_c$$

Mas quando a doença holandesa está presente, há dois valores, correspondendo aos dois equilíbrios: o *preço necessário corrente*, $pxc_{\#}$, que é o preço necessário e satisfatório para as empresas que produzem e exportam as commodities que dão origem à doença holandesa; e o *preço necessário industrial*, $pxi_{\#}$, que é o preço necessário e satisfatório para que as outras empresas eficientes que utilizam tecnologia no estado da arte mundial produzam bens comercializáveis. A taxa de câmbio de equilíbrio corrente corresponde ao preço necessário corrente, que é, portanto, uma taxa de câmbio concebida em termos de valor, da mesma forma que a taxa de câmbio de equilíbrio industrial corresponde ao preço necessário industrial.

$$\begin{aligned} Pxc_{\#} &= E_c \\ Pxi_{\#} &= E_i \end{aligned}$$

A taxa de câmbio de mercado *flutua* em torno do preço necessário corrente, $pxc_{\#}$, de acordo com a oferta e a demanda de moeda estrangeira. Os fluxos de capital, que se tornaram muito altos desde a década de 1990, fazem parte dessa oferta e demanda de dinheiro. Como já observado, o preço de mercado flutua, não em torno do equilíbrio industrial, mas em torno da taxa de câmbio de equilíbrio corrente porque o preço necessário corrente é o menor valor, aquele que o mercado automaticamente escolherá.

$$pxc_{\#} < pxi_{\#}$$

Resumindo, a oferta e a demanda de dinheiro, incluindo os fluxos de capital, não têm impacto sobre o equilíbrio corrente e sobre o equilíbrio industrial, não alteram o valor da taxa de câmbio, mas afetam a taxa de câmbio de mercado. Quanto maiores os fluxos de capital, mais volátil será a taxa de câmbio de mercado; em outras palavras, mais a taxa de câmbio de mercado diferirá da de equilíbrio.

Como a taxa de câmbio de mercado flutuará em torno do equilíbrio corrente, as outras empresas nos setores de bens comercializáveis (aquelas que não se beneficiam das rendas ricardianas) irão se tornar economicamente inviáveis mesmo usando tecnologia no estado da arte mundial, porque seu preço necessário industrial será maior (mais

depreciado) do que o preço necessário corrente. O preço necessário corrente e o preço necessário industrial são iguais quando não há doença holandesa. Os dois preços ou valores necessários (o preço corrente e o preço industrial) em cada país dependem (a) da produtividade média das empresas que produzem, respectivamente, commodities e outros bens comercializáveis e (b) dos salários médios que elas pagam em comparação com a produtividade e os salários de outros países; em outras palavras, dependem do custo unitário do trabalho (o salário dividido pela produtividade) comparado aos custos unitários de mão de obra dos principais parceiros comerciais do país.

É importante observar que a diferença entre o preço corrente e o preço necessário, ou entre os dois equilíbrios, deve ser suficientemente grande para caracterizar a doença holandesa, ou seja, suficientemente grande para inibir a industrialização, ou para provocar uma regressão da estrutura produtiva em direção aos bens primários. Caso contrário, ela estaria presente sempre que houvesse uma vantagem comparativa e, portanto, sempre que houvesse comércio.

Como medir o equilíbrio corrente? E o equilíbrio industrial? Em relação ao equilíbrio corrente a primeira ideia é tentar defini-lo através de análise econométrica de séries de tempo razoavelmente longas, mas é preciso lembrar, primeiro, que, como o equilíbrio corrente é uma medida em termos de valor, ele varia de acordo com o índice comparativo do custo unitário do trabalho, e, segundo, como nele estão envolvidas rendas ricardianas, ele varia de acordo com o preço internacional da commodity. Por isso, se lográmos definir um ano relativamente recente no qual haja equilíbrio da conta-corrente, podemos, a partir desse ano, definir o equilíbrio corrente para os demais anos usando essas duas variáveis: o índice comparativo do custo unitário do trabalho e o preço internacional da commodity. No caso do equilíbrio industrial, o ideal seria realizar uma survey entre as empresas do país que usam tecnologia no estado da arte mundial e, a partir dela, determinar o ano-base. Em seguida, se usará o índice comparativo do custo unitário do trabalho para determinar os demais anos. No Brasil já foram realizados três estudos para medir o equilíbrio industrial ou competitivo, cujos resultados foram relativamente semelhantes, apesar de as metodologias terem sido diferentes.⁴

A gravidade da doença holandesa

A gravidade ou intensidade da doença holandesa, g , aumentará quanto maior for a diferença entre a taxa de câmbio de equilíbrio industrial e a taxa de câmbio de equilíbrio corrente. Definindo essa gravidade, g , como um percentual que toma como denominador o equilíbrio industrial, temos:

⁴ Ver Nelson Marconi (2012), André Nassif, Carmen Feijó e Eliane Araújo (2012) e José Luis Oreiro, Flávio A. C. Basílio, Gustavo J. G. Souza (2014).

$$g = (E_i - E_c) / E_i$$

A gravidade da doença holandesa depende essencialmente das rendas ricardianas envolvidas. Quanto maiores as rendas ricardianas, mais grave será a doença. Mas as rendas ricardianas não serão constantes: elas variarão a cada momento, dependendo do preço internacional da commodity. Para uma dada commodity, elas serão diferentes de país para país, dependendo do custo de exploração do recurso natural (na indústria do petróleo esses custos variam enormemente). É por isso que a doença holandesa afeta os países em diferentes graus ou intensidades, dependendo destas duas variáveis: o preço internacional (quanto maior, mais grave será a doença holandesa) e os custos de produção (quanto menores forem para as empresas competentes, menos grave será a doença holandesa).

Para uma melhor compreensão do que estamos dizendo, imaginemos três países, A, B e C, (1) que exploram e exportam petróleo ao preço de US\$100,00 o barril; (2) suas moedas, #_i, têm diferentes denominações em cada país, mas a mesma taxa de câmbio em relação ao dólar; e (3) suas empresas não exportadoras de commodities são igualmente eficientes e, assim, a taxa de câmbio de equilíbrio industrial é igual nos três países: #2,00 por dólar. Mas eles têm custos diferentes para produzir petróleo: no país A, o custo mais a margem de lucro razoável para as empresas exportadoras de commodities é #_A140,00 por barril; no país B, #_B100,00 por barril; e no país C, #_C40,00 por barril, a que corresponderão taxas de câmbio de equilíbrio corrente de #_A1,4, #_B1,0 e #_C0,40 por dólar, que são satisfatórias para os exportadores da commodity em cada um dos três países. Assim, as rendas ricardianas correspondentes são respectivamente #_A60,00, #_B100,00 e #_C160,00 por barril. Isso significa que a gravidade da doença holandesa no país A é leve, 30%; no país B, média, 50%; e no país C, alta, 80%. Assumindo-se que esses países não neutralizam sua doença holandesa, a indústria de transformação no país C e provavelmente também no país B será simplesmente inviável; no país A, somente empresas extremamente eficientes ou empresas cujos bens envolvem custos de transporte elevados serão economicamente viáveis.

Tabela 6.1 Gravidade da doença holandesa (preço do petróleo a US\$100,00 o barril)

| País | 1 Equilíbrio industrial (# _i por dólar dos Estados Unidos) | 2 Custo de produção do petróleo (# _i por barril) | 3 Equilíbrio corrente (# _i por dólar dos Estados Unidos) (3=2) | 4 Rendas ricardianas (# _i por barril) (1-3) | 5 Gravidade da doença holandesa (3/1) |
|------|---|---|--|---|---|
| A | # _A 2,00 | # _A 140,00 | # _A 1,40 | # _A 0,60 | 30% |
| B | # _B 2,00 | # _B 100,00 | # _B 1,00 | # _B 100,00 | 50% |
| C | # _C 2,00 | # _C 40,00 | # _C 0,40 | # _C 160,00 | 80% |

No modelo que estamos apresentando aqui, e em contraste com o que acontece com as rendas ricardianas originais, não há diferença de produtividade entre os produtores locais, mas apenas uma diferença entre a produtividade ou de custo de produção do país em relação ao preço do último produtor – do produtor marginal – admitido no mercado, o qual determina o preço internacional da commodity. Se houver uma diferença de produtividade entre os produtores, haverá também rendas ricardianas entre os produtores, na medida em que o preço doméstico da commodity será definido pelo produtor local menos eficiente, mas isso não afetará a taxa de câmbio. O que é essencial é compreender que as rendas ricardianas de um país serão tanto maiores e a gravidade da doença holandesa será tanto maior quanto maior for a diferença entre seu custo de produção e o preço internacional. No caso do petróleo, países onde o custo de produção é muito baixo, como a Arábia Saudita, a maldição dos recursos naturais é muito grave; já a doença holandesa que se origina do pré-sal brasileiro é de pouca gravidade, porque o custo de exploração é muito alto, e poderá ser nenhuma dependendo do preço do petróleo.

Conceito ampliado da doença holandesa

A doença holandesa não afeta exclusivamente países que exploram recursos naturais abundantes e baratos. Outra fonte da doença holandesa, que está se tornando importante, são as remessas feitas por imigrantes; o México e os países da América Central são particularmente afetados por ela (ACOSTA, LARTEY & MANDELMAN, 2009). A ajuda externa também gera doença holandesa em países mais pobres. Mas uma causa da doença holandesa que aumenta dramaticamente seu *alcance* é a combinação de mão de obra barata e a diferença entre os ordenados médios dos engenheiros de fábrica e os salários dos trabalhadores, que ultrapassa substancialmente a diferença equivalente nos países ricos. Esse conceito ampliado se aplica a países como a China, a Índia e os outros países asiáticos de crescimento rápido. Eles crescem rapidamente apenas porque administram suas taxas de câmbio e neutralizam a doença holandesa definida de acordo com este conceito ampliado, ao mesmo tempo obtendo superávits em conta-corrente (com exceção da Índia, que tem registrado déficits). Nesse caso, a doença holandesa é leve e pode ser neutralizada mais facilmente do que nos casos em que é grave.

Por que a mão de obra barata combinada com uma ampla defasagem entre ordenados e salários causa a doença holandesa? Não é porque o valor agregado *per capita* no setor de transformação é maior do que no setor primário, mas porque, dentro do setor de transformação, há indústrias com maior valor agregado *per capita* e indústrias com menor valor agregado *per capita*, que empregam mão de obra não qualificada e pagam baixos salários. No caso deste conceito ampliado de doença holandesa, as indústrias com baixo valor agregado *per capita* desempenham o papel do setor de commodities no caso clássico da doença holandesa. Quando se permite que a taxa de câmbio flutue

livremente em um país com mão de obra barata e um diferencial entre ordenados e salários muito maior do que o existente nos países ricos, a taxa de câmbio de equilíbrio será determinada pelas indústrias manufatureiras com menor valor agregado *per capita* e que utilizam, portanto, mão de obra menos qualificada e menos engenheiros, enquanto as indústrias com alto valor agregado *per capita*, que usam tecnologia mais complexa e por essa razão pagam salários relativamente maiores, não serão competitivas. Tendo em vista que os ordenados constituem uma parcela maior de sua folha salarial total, elas precisariam de uma taxa de câmbio mais desvalorizada do que aquela que é satisfatória para as indústrias que empregam apenas trabalhadores com baixos salários. Em outras palavras, tendo em vista que o crescimento econômico implica a transferência de mão de obra para indústrias cada vez mais sofisticadas que pagam salários e ordenados maiores e envolvem maior valor agregado *per capita*, o crescimento econômico ficará prejudicado. Se os ordenados dos engenheiros de fábrica fossem aproximadamente quatro vezes maiores do que os salários dos trabalhadores não qualificados, como acontece nos países ricos, o país que se beneficiasse de baixos ordenados e baixos salários produziria facilmente todo tipo de produtos manufaturados. Mas se houver um diferencial mais amplo entre ordenados e salários, por exemplo, ordenados 12 vezes maiores do que os salários, como em muitos países em desenvolvimento, estaremos enfrentando um caso da doença holandesa no sentido ampliado. Os setores que produzem bens de baixo valor agregado e empregam somente mão de obra não qualificada precisam de uma taxa de câmbio menor para serem mais competitivos do que os setores que produzem bens com alto valor agregado, envolvendo tecnologia sofisticada. Nesse conceito ampliado, a fonte da doença holandesa não são as rendas ricardianas, mas o diferencial entre ordenados e salários.

O conceito ampliado da doença holandesa não é a única razão, mas é certamente a razão fundamental pela qual os países asiáticos de crescimento rápido administram tão firmemente suas taxas de câmbio, impedindo sua valorização e, conseqüentemente, costumam obter superávits em conta-corrente. A China, por exemplo, nunca exportaria os produtos cada vez mais sofisticados que exporta se não administrasse sua taxa de câmbio. Assim, ela mantém a taxa de câmbio no nível *necessário*, ou seja, no nível da taxa de câmbio de equilíbrio industrial.

Observe-se que, no caso do conceito restrito de doença holandesa, a indústria exportadora de commodities pode ser tecnologicamente sofisticada. É o que acontece com a indústria do petróleo, cujo valor agregado *per capita* é geralmente alto, uma vez que envolve alta intensidade científica e tecnológica. Mas um país não pode apenas produzir petróleo como bem comercializável, a não ser que seja muito pequeno, primeiro, porque o setor de petróleo é intensivo em capital, carecendo assim da capacidade de absorver a força de trabalho do país, particularmente os engenheiros e trabalhadores qualificados que caracterizam um país rico e, em segundo lugar, porque todos os outros setores potenciais de bens comercializáveis que são eventualmente mais sofisticados

tecnologicamente continuarão economicamente inviáveis. As oportunidades de emprego ficarão limitadas principalmente aos setores de bens não comercializáveis com baixo valor agregado *per capita*.

A doença holandesa e a desindustrialização

Podemos identificar três cenários paradigmáticos que desencadeiam a doença holandesa: a descoberta de recursos naturais que incorporam rendas ricardianas em um país pobre, o que prejudicará sua industrialização se não for adotada uma política de neutralização; a mesma descoberta em um país industrializado que não se preocupa em neutralizá-la; e finalmente, a liberalização comercial e financeira que implica renunciar à política de neutralização existente que, com sucesso, havia aberto caminho para a industrialização. No segundo e no terceiro cenário, o resultado será a desindustrialização prematura. O primeiro cenário abrange os casos da Arábia Saudita, da Venezuela e de muitos outros países pobres. O segundo cenário, durante certo tempo, cobre o caso dos Países Baixos (enquanto os formuladores de políticas não adotaram medidas para neutralizar a doença holandesa); o caso do México, cuja taxa de crescimento começou a cair quando o petróleo começou a ser exportado em grandes quantidades, em meados dos anos 1970; e provavelmente o caso do Reino Unido, enquanto o petróleo descoberto no Mar do Norte não tinha se esgotado. O terceiro cenário se deu no caso do Brasil após a liberalização comercial e financeira no início da década de 1990. É verdade que, mais cedo ou mais tarde, o progresso tecnológico provoca desindustrialização, porque as sociedades mais ricas deslocam a demanda para serviços modernos e altamente sofisticados e transferem as indústrias de transformação simples para países em desenvolvimento. Neste caso de desindustrialização “não prematura”, a mão de obra é transferida para indústrias de serviço onde o valor agregado *per capita* é maior do que nas indústrias de transformação que estão sendo transferidas para países menos desenvolvidos. Mas isso não acontece com as desindustrializações acima citadas. Como observou Gabriel Palma (2013: 14), nos países afetados pela doença holandesa no segundo e terceiro cenário (Reino Unido e Brasil, respectivamente), “a queda do emprego na indústria de transformação foi claramente maior do que poderia ter sido previsto”.⁵

No Brasil, assim como nos outros países mais desenvolvidos da região, a industrialização foi possível somente em razão da formação de um estado desenvolvimentista cujas políticas foram entendidas por seus formuladores como “políticas industriais” e por seus críticos liberais como “protecionismo”; mas na verdade, embora as tarifas de

⁵ Como Gabriel Palma (2013: 51–52) observa nesse mesmo estudo, na América Latina desde a década de 1990 a doença ou síndrome holandesa “foi basicamente o resultado de um programa radical (extremamente rígido e sem qualquer pragmatismo) de liberalização comercial e financeira, realizado no contexto de um processo geral de mudança institucional”.

importação pudessem ser compreendidas em parte como uma legítima política industrial refletindo o argumento da “indústria de transformação nascente”, elas foram principalmente o resultado de uma política cambial intuitiva que tinha por objetivo a neutralização da doença holandesa do lado da importação. Certamente, na América Latina, a liberalização do comércio no final da década de 1980 e começo da de 1990 implicou que o país estava deixando de neutralizar a doença holandesa e começando a desindustrialização prematura.

Interromper a neutralização da doença holandesa prejudica a indústria de transformação na medida em que aprecia a taxa de câmbio. Mas as indústrias de transformação importam insumos, dado que uma característica-chave da globalização é a integração global das cadeias de produção. Assim, a desvalorização beneficia as exportações mas torna as importações de insumos mais caras. Por essa razão, costuma-se dizer que quanto menor o conteúdo local de um bem manufaturado, menos sensível será a produção bruta de cada empresa em relação à desvalorização (ou valorização) da taxa de câmbio. Esse é um falso argumento. A desvalorização sempre beneficiará essa empresa; mas ela será menos beneficiada em termos de produção total do que uma outra empresa que usa menos insumos importados; ambas, porém, se beneficiarão proporcionalmente ao respectivo valor agregado local.

Vimos que a intuição inspirou a neutralização da doença holandesa em alguns países latino-americanos. Essa intuição se manifestou em sistemas de taxas de câmbio múltiplas e na combinação de elevadas tarifas de importação com exportações subsidiadas de bens manufaturados. Em ambos os casos, um imposto implícito foi cobrado sobre a exportação de commodities – um imposto que, como veremos no Capítulo 13, é a maneira correta de neutralizar a doença holandesa. Originalmente, a neutralização era feita apenas do lado da importação, tanto com taxas de câmbio múltiplas (impondo uma taxa de câmbio relativamente alta sobre a exportação de commodities e uma taxa de câmbio relativamente baixa sobre as importações de produtos manufaturados) e com tarifas (tornando-as maiores do que seria exigido por uma legítima política industrial). Posteriormente, quando alguns países perceberam que poderiam exportar produtos manufaturados, a alta tarifa sobre as importações foi complementada por um subsídio igualmente alto para as exportações de produtos manufaturados. Desse modo, entre 1967 e 1985, o Brasil aumentou a parcela de produtos manufaturados em suas exportações totais de 6% para 65%.⁶

De fato, tanto a adoção quanto a supressão de tarifas e subsídios à exportação alteraram a taxa de câmbio efetiva. Vamos supor que, sob pressão internacional e acusado de “protecionismo”, um país abandone a neutralização da doença holandesa por meio das

⁶ Nesse período, no Brasil, a tarifa média sobre as importações de produtos manufaturados foi de 45%, e o subsídio médio às exportações de produtos manufaturados foi também de 45%. Quanto do imposto de importação é protecionista e quanto é a necessária neutralização da doença holandesa é difícil avaliar.

tarifas em nome da liberalização do comércio. Como consequência, a taxa de câmbio efetiva se aprecia. A valorização não é imediatamente percebida, uma vez que parte da valorização resulta da eliminação de impostos e subsídios. No entanto, o setor de transformação do país logo começa a sofrer os efeitos da valorização, e começa a desindustrialização prematura. Se a doença não for muito grave, como no país A, os sintomas da desindustrialização não serão claros, embora se reflitam na parcela decrescente do setor de transformação no PIB, no emprego total e nas exportações líquidas (em termos de valor agregado).

Se o país parar de neutralizar a doença holandesa, só conseguirá preservar seu setor de transformação e seu setor de serviços comercializáveis com tarifa zero de importação se a doença holandesa for suficientemente leve para ser compensada pela obtenção de um nível maior de produtividade do que o dos concorrentes internacionais do país. Geralmente, porém, a taxa de câmbio recentemente sobrevalorizada prejudicará aos poucos as empresas dos setores de bens comercializáveis, uma a uma. Diante do fato de que suas vendas externas não são mais lucrativas e que as importações de bens concorrentes estão crescendo, as empresas primeiro redobrarão seus esforços para aumentar a produtividade; posteriormente, reduzirão ou suspenderão as exportações; em terceiro lugar, aumentarão a parcela de componentes importados em sua produção, a fim de reduzir custos; finalmente, à medida que esse processo continua, elas irão se tornar meras importadoras e montadoras dos bens, que reexportarão ou venderão no mercado interno. Em outras palavras, a indústria de transformação do país aos poucos se transforma em uma indústria “maquiladora”.⁷ As vendas internas da indústria de transformação (e mesmo suas exportações) poderão continuar a crescer, mas seu valor agregado diminuirá, porque os componentes com maior conteúdo tecnológico serão cada vez mais importados. No estágio final desse processo, os empresários decidem parar a produção e importar os bens finais; deixam de ser empresários industriais.

Quando a economia atinge esse ponto e a desindustrialização prematura se torna óbvia, os economistas liberais geralmente negam que a desindustrialização esteja ocorrendo. Mas os sintomas da doença holandesa e da desindustrialização continuam a aparecer através da menor fatia do setor de transformação no produto interno, de um crescente déficit comercial em produtos manufaturados, do aumento dos componentes importados na produção e da relativa ou mesmo absoluta diminuição das exportações de produtos manufaturados medidos pelo valor agregado, não por seu valor final. Durante algum tempo, a fatia das exportações de produtos manufaturados poderá crescer não em volume mas apenas em valor agregado, à medida que as empresas são

⁷ As “maquiladoras” são originalmente empresas manufatureiras que foram criadas na fronteira entre México e Estados Unidos para tirar proveito da mão de obra barata. Os processos produtivos transferidos para o México eram muito simples, nenhum deles exigindo mão de obra qualificada nem contribuindo para o desenvolvimento tecnológico.

transformadas em “maquilas”, mas mais cedo ou mais tarde a fatia das exportações de produtos manufaturados no volume total das exportações também cairá.

Às vezes, as indústrias de transformação com uma alta parcela de mão de obra barata continuam competitivas quando o país deixa de neutralizar a doença holandesa. Mas seria um erro atribuir esse fato à divisão internacional do trabalho. É sabido que países ricos transferem atividades padronizadas ou codificadas para países em desenvolvimento, e mantêm dentro de suas fronteiras atividades com maior valor agregado *per capita*, que demandam mão de obra mais qualificada. Esse processo de divisão do trabalho deu origem, por exemplo, às empresas maquiladoras que há muito tempo foram implantadas na fronteira México–Estados Unidos. A desindustrialização prematura que acontece em um país que se industrializou há muito tempo é um problema diferente. A transformação de sua indústria manufatureira em uma grande maquila é uma consequência de ter deixado de neutralizar a doença holandesa. No período de industrialização acelerada, o país conseguiu melhorar a qualidade técnica de sua força de trabalho. Mas quando a liberalização comercial e financeira elimina o controle do país sobre sua taxa de câmbio, os empregos dessa mão de obra mais qualificada serão colocados em risco. A desindustrialização prematura e a transformação do país em uma grande maquila caracterizada por baixas taxas de crescimento serão acompanhadas de subemprego ou desemprego concreto do pessoal qualificado.

Na medida em que a doença holandesa não é neutralizada, os salários reais ficarão artificialmente altos, no sentido de que seriam menores se a taxa de câmbio estivesse no equilíbrio industrial (e os bens importados fossem mais caros). Entretanto, o que realmente observamos são salários muito baixos, na verdade salários no nível da subsistência para trabalhadores não qualificados, porque, na medida em que a força de trabalho interna é abundante e desorganizada, os salários são definidos em termos clássicos pelo custo de reprodução da mão de obra. Nesse caso, quem se apodera das rendas ricardianas da doença holandesa? Apenas as elites políticas e empresariais, incluindo as não corruptas. Essa captura não será apenas o produto da busca de rendas, porque o simples fato de haver uma oferta ilimitada de mão de obra mantém os salários só um pouco acima do nível de subsistência. Assim, as rendas serão necessariamente capturadas pelas elites. As elites corruptas provavelmente se beneficiarão mais, mas as elites como um todo se beneficiam das rendas. Além de se apoderarem diretamente das rendas através dos ordenados e lucros, elas aproveitarão a sobrevalorização da taxa de câmbio para consumir bens de luxo importados ou diretamente comprados nos países ricos para onde costumam viajar.

Por que não se especializar em commodities?

A doença holandesa pode ser descartada apelando-se para o conceito da maldição dos recursos naturais associado à busca de rendas. Mas há outra maneira de fazer isso.

É dizer que a doença holandesa não prejudica o país porque a industrialização ou a sofisticação produtiva não é uma condição para o desenvolvimento econômico. Essa é uma ideia tradicional da teoria econômica neoclássica – uma ideia sempre refutada pela experiência histórica mas sempre repetida pelos seguidores da teoria hipotético-dedutiva que não respeitam a realidade. Essa afirmação foi feita por Lederman e Maloney (2007), que escreveram um livro inteiro para mostrar que a doença holandesa não existe e que não há nada errado com o fato de um país se especializar na produção de commodities. De acordo com o pensamento neoclássico, não é errado que um país se especialize exclusivamente na exploração de seus recursos naturais. Ele está simplesmente se beneficiando de suas “vantagens comparativas” e alocando racionalmente seus recursos onde eles são mais lucrativos. A industrialização não é necessária para o crescimento econômico.

Não discutiremos aqui esse argumento, cuja crítica tem uma longa história na teoria econômica. Observamos simplesmente que os reis ingleses do século XIV não pensavam assim quando proibiram a exportação de lã *in natura*; mais recentemente um país desenvolvido como os Países Baixos não parece ter raciocinado em termos neoclássicos, porque identificou o problema como uma doença que estava destruindo sua indústria de transformação e decidiu neutralizá-la. Da mesma forma, os noruegueses não se convenceram do absurdo raciocínio neoclássico e, quando descobriram petróleo, decidiram neutralizar a doença com competência, cobrando um imposto elevado sobre a exploração de petróleo e criando um fundo soberano no qual investem as receitas do imposto.

O que a história realmente nos conta é que o desenvolvimento econômico começa com a revolução industrial e se caracteriza pela industrialização. A doença holandesa é um obstáculo ao desenvolvimento econômico porque impede a industrialização; mais precisamente, porque impede a diversificação e a sofisticação produtiva da economia: a transferência de mão de obra para setores com maior valor agregado *per capita*. Assim, quando falamos de “industrialização” e a associamos ao desenvolvimento econômico, estamos usando esse conceito em sentido amplo. A industrialização acontece sempre que a mão de obra é transferida para setores com maior valor agregado *per capita*. O aumento da produtividade, que é praticamente sinônimo de desenvolvimento econômico, tem origem na maior eficiência da produção do mesmo bem ou serviço, ou na transferência de mão de obra para setores tecnologicamente mais sofisticados, que exigem uma força de trabalho mais instruída e treinada e, por essa razão, pagam maiores salários. Dos dois métodos de aumentar a produtividade, o segundo é evidentemente o mais importante. À medida que os países se desenvolvem, eles relegam os setores com menor valor agregado *per capita* aos países menos desenvolvidos.

Quando um país pobre se especializa em recursos naturais porque a doença holandesa torna economicamente inviável implementar atividades econômicas que não as que lhe dão origem, estamos realmente em presença de uma doença porque, neste caso, o país está limitando sua capacidade de criar empregos e abandonando a produção de

qualquer bem com maior valor agregado *per capita* do que o existente nas commodities que produz e exporta. Quando um país de renda média, para se industrializar, neutraliza a doença holandesa, mas depois, em nome de um liberalismo econômico equivocados, deixa de fazê-lo, ele se envolve num processo de desindustrialização prematura.

O modelo da doença holandesa presume que a commodity que lhe dá origem tem um menor valor agregado *per capita* do que a maioria dos setores de transformação do país. No entanto, esse pressuposto nem sempre é correto, mas não podemos concluir daí que a doença holandesa não seja realmente uma doença e que não prejudique o país. Embora o valor agregado *per capita* da produção agrícola e mineral seja tradicionalmente inferior ao da produção industrial e dos serviços exportáveis, não tem de ser assim. Não há razão para que a produção agrícola e mineral precise sempre ser menos produtiva ou menos eficiente do que a produção manufatureira. Além disso, observamos desde a década de 1970 um grande aumento da produtividade agrícola em nível mundial; ao mesmo tempo, a mineração está se tornando cada vez mais sofisticada tecnologicamente. Esse é também o caso do petróleo, que é o recurso natural que mais frequentemente dá origem à doença holandesa. Entretanto, mesmo se a exploração dos recursos naturais envolver um maior valor agregado *per capita* do que certos setores de transformação, o país será prejudicado, desde que os setores de transformação ofereçam empregos que o setor de commodities que dá origem à doença holandesa não possa oferecer. Por outro lado, o país estará renunciando à diversificação de sua economia para outras atividades com maior conteúdo científico e tecnológico em que já está apto a se envolver e – o que é ainda mais grave – estará renunciando a todas as outras atividades com maior valor agregado *per capita* em que poderia se envolver.⁸

Num país onde a doença holandesa tem sua origem principalmente nas commodities agrícolas, devemos considerar a produção industrial gerada por elas, em particular o maquinário agrícola. Mas a doença holandesa também tornará essas indústrias não rentáveis. Poderá afetá-las menos seriamente do que outras indústrias de transformação, mas a não ser que os custos de transporte sejam altos demais, mesmo essas indústrias complementares irão se tornar inviáveis em razão da sobrevalorização da taxa de câmbio.

Maldição dos recursos naturais é sinônimo

A desigualdade, a ausência de coesão ou de uma verdadeira nação, instituições mal definidas e altos níveis de corrupção são a regra nos países pobres que ainda não fizeram sua revolução nacional e industrial, que ainda não formaram seu Estado-nação e não

⁸ Deve-se observar que não estamos levando em conta um grande número de outros efeitos negativos decorrentes da especialização na commodity que dá origem à doença holandesa, como a concentração de poder político e econômico ou a crescente vulnerabilidade da economia – assim como problemas derivados da distribuição de riqueza entre os vários setores da sociedade.

se industrializaram; mas para enfrentar esse problema e para que o país se desenvolva, modificar suas instituições é algo formalmente fácil de fazer, mas que geralmente não tem efeitos práticos se o nível de desenvolvimento econômico e cultural não corresponde ao da nova instituição. Mais importante é tornar sua taxa de câmbio competitiva, colocando-a no equilíbrio industrial e, assim, tornar possível sua sofisticação produtiva.

A doença holandesa envolve uma contradição. Por um lado, os recursos naturais representam um grande benefício para um país – sua exploração é geralmente a maneira pela qual um país em desenvolvimento realiza sua acumulação primitiva e pode começar a crescer. Mas por outro lado os recursos naturais representam uma maldição porque impedem o país de se industrializar e de diversificar sua economia, caso os formuladores de políticas não reconheçam o problema e não ajam para neutralizá-lo. Geralmente desencadeada pela descoberta de petróleo, a doença holandesa traz um súbito e farto maná de riquezas a um país atrasado. Mas, como o país carece de valores e instituições correspondentes a esse novo nível de prosperidade, logo afunda em corrupção, envolvendo (a) as concessões a empresas estrangeiras para exploração da nova riqueza e (b) o imposto cobrado sobre sua exportação. É por isso que alguns economistas e cientistas políticos fazem uma distinção entre a doença holandesa e a maldição dos recursos naturais. Enquanto a doença holandesa seria uma desvantagem competitiva, a maldição dos recursos naturais resultaria de instituições fracas que facilitam a corrupção ou a busca de rendas – fenômenos que são disseminados em sociedades atrasadas que exportam commodities, particularmente petróleo.⁹ Feita a distinção, esses economistas atribuem maior importância ao problema institucional e moral do que ao problema econômico, ou seja, dão mais importância à maldição dos recursos naturais do que à doença holandesa, a qual, aliás, eles geralmente não entendem ou entendem mal. Assim, eles se concentram na necessidade de reformar instituições (algo que não tem custo nenhum para seus próprios países ricos), em lugar de focalizarem a necessidade de tornar competitivas as taxas de câmbio dos países em desenvolvimento – algo que não interessa a esses países que, em última análise, eles representam.

O tema da maldição dos recursos naturais também tem sido discutido na literatura da ciência política. Sua expressão mais eminente está no livro de Terry Lynn Karl *The Paradox of Plenty* (*O paradoxo da abundância*). Não teríamos nenhuma objeção ao uso dessa expressão para identificar o alto nível de corrupção geralmente encontrado nos países exportadores de petróleo, se ela não envolvesse deixar de lado a maldição econômica envolvida: a permanente sobrevalorização da moeda nacional. O livro de Karl (1997: XV, 6) é uma excelente análise da busca de rendas em termos políticos, mas é questionável por ignorar o importante problema econômico envolvido. A corrupção é um problema moral e político em todos os países e particularmente nos países pobres; mas não é a corrupção, e sim a sobrevalorização da taxa de câmbio o obstáculo

⁹ Sachs and Warner (1999), Torvik (2001), Larsen (2004).

fundamental que os países pobres enfrentam para se industrializar e se desenvolver. Por essa razão, entendemos a doença holandesa e a maldição dos recursos naturais como sinônimos. Karl pergunta: “Depois de se beneficiarem da maior transferência de riqueza jamais ocorrida sem guerra, por que a maioria dos países em desenvolvimento exportadores de petróleo sofreu deterioração econômica e decadência política?” Qual é sua resposta ao “quebra-cabeça”? Ela ignora a taxa de câmbio e atribui o problema simplesmente às instituições fracas do país. Mesmo quando uma clara percepção da natureza contraditória da relação entre desenvolvimento econômico e mudança institucional, ela transforma a doença holandesa, em última instância, em uma consequência de instituições fracas: “Como a flecha causal entre desenvolvimento econômico e mudança institucional constantemente se move em ambas as direções, os resultados acumulados dão origem a trajetórias nacionais divergentes a longo prazo. Vistos nessa linha, efeitos econômicos como a doença holandesa tornam-se resultados de arranjos institucionais particulares e não simplesmente causas de declínio econômico.” Esse raciocínio não faz sentido, uma vez que a doença holandesa tem causas estritamente econômicas: é causada não por instituições fracas, mas pelas rendas ricardianas. Poderíamos atribuir seu erro ao fato de ser uma cientista política; mas os economistas ortodoxos cometem o mesmo erro. Rodrik, Subramanian e Trebbi (2004), por exemplo, afirmam a prioridade das instituições sobre os recursos naturais para explicar o atraso econômico. Um pouco antes, Sala i Martín e Subramanian (2003) concluíram, a partir de seu longo estudo sobre a Nigéria, que as causas de seu atraso residiam em instituições corrompidas pela maldição dos recursos naturais e não fizeram uma única referência à sobrevalorização da taxa de câmbio do país.

Para evitar esse tipo de erro, rejeitamos a alegada distinção entre a doença holandesa e a maldição dos recursos naturais. Elas indicam o mesmo fenômeno, que pode ser visto de dois ângulos: o ângulo econômico e o ângulo moral e político. Quando um país é pobre, sua sociedade não está estruturada, suas instituições são fracas, seus padrões morais públicos são baixos; e suas elites corruptas, geralmente associadas aos interesses dos países ricos, capturarão as rendas ricardianas por meio da busca de rendas. Teremos a doença holandesa e a maldição dos recursos naturais. Quanto mais pobre e mais exposto ao capitalismo global for o país, mais desorganizada será sua sociedade, mais fracas serão suas instituições, mais difícil será governar. Por outro lado, entre os países pobres, quanto mais rico for um país em recursos minerais, maior a probabilidade de ficar à mercê da corrupção e das guerras civis. Os estudos de Collier e Hoeffler (2004) e de Collier (2007) são conclusivos sobre o assunto.

A causa fundamental da instabilidade política, da guerra civil, da corrupção e também da falta de democracia em países pobres é que, nesse tipo de país, o excedente econômico é apropriado não no mercado, através dos lucros, mas na política, através do controle do Estado. Assim, a fim de manter controle sobre o excedente econômico do país, as elites locais precisarão *estar* no governo, precisarão controlar *diretamente*

o Estado. Não surpreende, portanto, que as elites corruptas e autoritárias asediem o Estado e estejam sempre tentando controlá-lo para que ele sirva a seus interesses; ou que os regimes políticos sejam autoritários. Essa é uma das razões pelas quais os países pobres se defrontam com a “armadilha da pobreza”.

Quando um país é finalmente capaz de neutralizar a doença holandesa e se industrializar, esse é um sinal de que também neutralizou a maldição dos recursos naturais. A doença holandesa é um fenômeno essencialmente econômico que tem, obviamente, consequências políticas e éticas. Fazer uma distinção entre a doença holandesa e a maldição dos recursos naturais simplesmente tira a atenção do problema econômico fundamental. Mesmo se acreditássemos que os maiores problemas dos países pobres são de natureza ética, ignorando a natureza endógena das instituições, mesmo se acreditássemos que as reformas institucionais poderiam resolver os problemas éticos do país, e conseguíssemos, baseados nessa crença, “moralizar” um país, ele não se desenvolveria porque não estaríamos resolvendo seu verdadeiro problema econômico: a crônica sobrevalorização da taxa de câmbio causada pela doença holandesa.

A doença holandesa é uma doença grave em meio à abundância. Geralmente aparece quando um país ainda é muito pobre, sua sociedade mostra pouca coesão e suas instituições são fracas. Inicialmente, parece um maná vindo dos céus: seus aspectos negativos ainda não estão evidentes, porque o país ainda é incapaz de diversificar sua economia. À medida que o tempo passa, porém, o país aos poucos se vê numa armadilha. Em lugar de os recursos naturais promoverem o crescimento, eles se tornam o grande obstáculo: um obstáculo que, como veremos, é muito difícil de superar, em vista dos problemas econômicos e políticos envolvidos. Desde a descoberta dos recursos naturais e o início de sua exploração, a nova riqueza por um lado aprecia a moeda nacional e por outro lado provoca a busca de rendas e se transforma numa grande fonte de corrupção. O problema é diferente quando um país rico, como os Países Baixos ou a Noruega, descobre recursos naturais. Como esses países têm mais recursos políticos para enfrentar o problema econômico envolvido e neutralizá-lo, sua moeda nacional não se torna sobrevalorizada nem seus salários, artificialmente elevados. O país também não é devorado pela corrupção. Assim, o problema da busca de rendas ou da corrupção generalizada associado à doença holandesa surge principalmente em países pobres, uma vez que o desenvolvimento institucional é endógeno ao crescimento econômico. Os países ricos que contraem a doença holandesa, como nos exemplos citados acima, geralmente contam com instituições e com uma cultura econômica e política que lhes permitem neutralizá-la.

Resumo

A doença holandesa ou maldição dos recursos naturais é uma desvantagem competitiva originada da exportação de commodities que, por se beneficiarem de rendas ricardianas,

podem ser exportadas com lucro a uma taxa de câmbio substancialmente mais alta do que a taxa de câmbio necessária para que as demais empresas de bens e serviços *tradable*, existentes e potenciais, que utilizem tecnologia no estado da arte mundial sejam competitivas. As commodities – seu custo unitário do trabalho em comparação com o dos principais concorrentes do país e seus preços internacionais – definem o equilíbrio corrente. O custo unitário do trabalho dos demais bens e serviços *tradable* em comparação com o dos países concorrentes define o equilíbrio industrial. A diferença entre o equilíbrio industrial e o corrente é a doença holandesa. Ela será tanto mais grave quanto maior forem as rendas ricardianas, ou, em outras palavras, quanto maior for a diferença entre os dois equilíbrios. A grande vantagem dos países do Leste Asiático em relação aos latino-americanos é não terem a doença holandesa, a não ser, no início do seu desenvolvimento, a doença holandesa que definida segundo o conceito ampliado, na qual a mercadoria determinante não são as commodities, mas bens industriais de baixo valor adicionado *per capita*. A rigor, essa não seria uma vantagem, mas uma desvantagem. Entretanto, como não é fácil estabelecer o imposto sobre as commodities que é necessário – muitos são interesses contrariados, como veremos no Capítulo 16 – a doença holandesa ou a maldição dos recursos naturais é uma desvantagem, como o próprio nome sugere.

No Capítulo 13 discutiremos a neutralização da doença holandesa.

Questões

1. O que é a doença holandesa?
2. Por que doença holandesa e maldição dos recursos naturais devem ser entendidos como sinônimos?
3. O equilíbrio corrente e o equilíbrio industrial são definidos em termos de valor ou de preço?
4. Por que são diferentes, ou, em outras palavras, por que existe a doença holandesa?
5. Considerando o capítulo anterior, porque o equilíbrio corrente é determinado simplesmente pelas empresas que participam do comércio exterior do país, enquanto o equilíbrio industrial é determinado apenas pelas empresas que utilizam tecnologia no estado da arte mundial?
6. O que determina a gravidade da doença holandesa? E como medi-la?
7. O que é o “conceito ampliado” de doença holandesa?

7

POLÍTICAS HABITUAIS QUE APRECIAM A MOEDA NACIONAL

Nos dois capítulos anteriores, vimos que a taxa de câmbio é determinada, no longo prazo, pelo seu valor, e, no curto prazo, pela oferta e procura de moeda. Vimos também que quando há doença holandesa ou maldição dos recursos naturais, a taxa de câmbio de mercado flutuará em torno do equilíbrio corrente em vez do equilíbrio industrial da taxa de câmbio; será apreciada cronicamente ou no longo prazo. Mas a doença holandesa apenas leva a taxa de câmbio até o equilíbrio corrente, e nós sabemos que nos países em desenvolvimento, exceto os países do Leste Asiático, os déficits em conta-corrente são frequentemente altos levando os países a crises cíclicas de balanço de pagamentos. Quais são as causas desses déficits em conta-corrente? Por que os países em desenvolvimento apresentam geralmente um déficit em conta-corrente, ou, em outras palavras, por que nesses países a taxa de câmbio flutua em torno de uma taxa de referência que é geralmente inferior à taxa de equilíbrio corrente e mesmo à taxa de equilíbrio da dívida externa, tornando o país sujeito a crises de balanço de pagamentos?

As teorias econômicas são tradicionalmente construídas a partir da previsão do comportamento de produtores, empresários, trabalhadores, consumidores, mas não há razão para que não as construamos com base no comportamento repetitivo, quase rotineiro, dos formuladores de políticas econômicas. As três principais causas da valorização da taxa de câmbio para baixo do equilíbrio corrente – para a área dos déficits em conta-corrente – são causas derivadas de políticas econômicas equivocadas que são *habitualmente* adotadas nos países em desenvolvimento, geralmente com apoio da ortodoxia liberal: a política de crescimento com déficit em conta-corrente (poupança externa), a política de um nível alto de juros para atrair capitais e controlar a inflação, e a política de âncora cambial para controlar a inflação, as três afinal se constituindo em expressões

do “populismo cambial” que resulta do interesse dos políticos em serem reeleitos e da alta preferência pelo consumo imediato existente nas sociedades em desenvolvimento.

Poupança externa

Para compreendermos por que a política de crescimento com déficit em conta-corrente (poupança externa) causa a valorização da moeda nacional e resulta antes em consumo adicional do que em investimento adicional devemos partir de um pressuposto simples: a taxa de câmbio é função do déficit em conta-corrente e vice-versa. Quando o país decide “crescer com poupança externa” ele está decidindo apreciar sua taxa de câmbio. Dado esse pressuposto, examinemos a política de crescimento com déficit em conta-corrente (poupança externa) e endividamento externo – uma política geralmente equivocada que, por implicar déficit em conta-corrente, necessariamente aprecia a taxa de câmbio. É a adoção habitual dessa política que explica o fato de os déficits em conta-corrente serem altos nos países em desenvolvimento e os ingressos líquidos de capitais necessários para financiar esses déficits serem negativos e, correspondentemente, altos. Essa política é justificada “logicamente” pelo argumento de que os países ricos em capitais devem transferir seus capitais para os países pobres em capitais – algo intuitivamente verdadeiro, mas na verdade falso; e é justificada economicamente pelo fato de que países em desenvolvimento enfrentam uma “restrição externa” ou um “duplo hiato” que poderia ser superado pelo recurso à “poupança externa” – o nome curioso (afinal enganador) que a teoria econômica dá aos déficits em conta-corrente – financiados por investimentos diretos e por empréstimos.

Em nossa discussão sobre essa restrição externa no Capítulo 4, vimos que ela é real, mas que perdeu muito de sua relevância no caso dos países de renda média que já se industrializaram, e também que a melhor maneira de superar a restrição externa restante não é tentar crescer com poupança e endividamento externo, mas manter a taxa de câmbio competitiva, flutuando em torno do equilíbrio industrial. Mas os países em desenvolvimento, com forte apoio dos países ricos e seus economistas, adotam habitualmente a política de crescimento com poupança ou endividamento externo que faz com que a taxa de câmbio se aprecie, iniba o investimento, estimule o consumo e, conseqüentemente, implique alta taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa, em vez de representar um investimento adicional. De fato, como sustentamos neste capítulo, a poupança externa não é complementar à poupança interna, mas em grande parte a *substitui*, o que acarreta uma alta taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa. Mais amplamente, sustentamos que o capital se faz em casa. Os países que recorrem ao financiamento externo seguem geralmente (não sempre) uma trajetória perversa, cuja primeira fase é a substituição da poupança interna pela poupança externa; a segunda fase é o aumento da vulnerabilidade financeira externa do

país; e a terceira fase é a eclosão da bolha de crédito e a crise de balanço de pagamentos. Nas próximas seções discutiremos, em primeiro lugar, o conceito de poupança externa; em segundo lugar, seu efeito sobre a taxa de câmbio (valorizando-a); e, em terceiro lugar, a substituição da poupança interna pela externa e as variáveis que determinam a da taxa de substituição.

Todos os países atualmente desenvolvidos alcançaram o desenvolvimento graças a sua própria poupança interna, ou seja, sem incorrer em déficits em conta-corrente consecutivos. Nas conhecidas palavras de Ragnar Nurkse, um dos fundadores do Desenvolvementismo Clássico, “o capital se faz em casa”. Essa afirmação reflete a observação empírica, mas Nurkse não ofereceu uma explicação teórica para ela.

A poupança externa é o déficit em conta-corrente do país; é quanto o país terá de buscar de financiamento no exterior, suposta a constância das suas reservas. O nome é estranho; mais razoável seria falar em endividamento externo, não em poupança externa, mas, quando se defende a política de crescimento com poupança ou endividamento externo é óbvio que se pretende sugerir que o endividamento externo é uma coisa “boa” para o país, porque aumentaria a poupança total do país, já que, em termos de contabilidade nacional, esta é o resultado da soma da poupança interna, S_i , com a poupança externa, S_x .

$$S_i + S_x = I. \quad (7.1)$$

Como, em termos contábeis, poupança é igual ao investimento, e a taxa de investimento é a determinante fundamental do desenvolvimento econômico, conclui-se que a poupança externa contribui para o crescimento econômico – o que está longe de ser verdade. Esses são conceitos *ex post*, meras identidades contábeis e não relações econômicas. Em termos econômicos ou *ex ante*, não há relação direta entre poupança externa e investimento adicional, mesmo que a expressão “poupança externa” sugira o contrário. Embora, quando a economia já está crescendo rapidamente, a poupança externa possa contribuir para o crescimento porque se somará ao investimento, geralmente a poupança externa ou endividamento externo soma ao consumo, não ao investimento, por isso, ela é geralmente *prejudicial* ao desenvolvimento econômico.

Naturalmente, é fácil acreditar que a poupança externa se soma à poupança interna e aumenta a taxa de investimento do país. O senso comum nos diz isso. Mas precisamos ter cuidado com o senso comum e não confundir economia com contabilidade. Em princípio, a ciência progride quando vai contra o senso comum. Se as coisas fossem simples como sugere uma mera identidade contábil, os países em desenvolvimento teriam descoberto a fórmula mágica do crescimento. Tendo em vista a abundância de capital no mundo, bastaria obter poupança externa dos países ricos e que a taxa de retorno dos investimentos realizados fosse maior do que a taxa de juros paga pelos empréstimos para que o crescimento se acelerasse e o país realizasse o alcance. Isso é o que ensina

a teoria econômica ortodoxa, porque é *aparentemente* verdade e porque é do maior interesse dos países desenvolvidos que os países em desenvolvimento apresentem déficits em seus bancos e suas empresas multinacionais possam financiar com empréstimos e investimento direto. Eles são remunerados pelos empréstimos com altas taxas de juros, e pelos investimentos diretos geralmente muito lucrativos que *ocupam* os mercados internos dos países em desenvolvimento. Mas, como estamos começando a argumentar, isto não é verdade; os países em desenvolvimento geralmente *não* necessitam desses financiamentos, porque, se tiverem doença holandesa e a neutralizarem, apresentarão superávits ao invés de déficits em conta-corrente. E mesmo que não tenham doença holandesa, geralmente não interessa a eles terem déficits em conta-corrente, porque esses déficits ou essa poupança externa geralmente se transforma em consumo e não em investimento porque apreciam a taxa de câmbio do país.¹ Na verdade, os déficits em conta-corrente são *prejudiciais* aos países em desenvolvimento, porque representam endividamento adicional em moeda estrangeira; porque, geralmente envolvem alta taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa e, por isso aumentam mais o consumo do que os investimentos; e porque geralmente não criam capacidade para o país pagar a dívida externa assim contraída.

O endividamento externo é um problema grave e de longa data, que o FMI viu com preocupação desde que foi criado e os países em desenvolvimento com frequência subestimaram. Mas a partir do início da década de 1990, quando o regime de políticas neoliberais se tornou plenamente dominante, a política de crescimento com poupança ou endividamento externo, que implica endividamento financeiro ou endividamento patrimonial,² passou a ser uma parte essencial da agenda política que os países ricos *recomendam* aos países em desenvolvimento com o apoio do FMI.³ Ao mesmo tempo, à medida que os países em desenvolvimento abriam suas contas financeiras, houve um grande aumento dos fluxos de capital para esses países a fim de financiar seus déficits em conta-corrente – a desejada “poupança externa”. A hipótese, tão obviamente verdadeira que não permitia discussão, era de que os “países ricos em capital deveriam transferir seu capital para os países pobres”, enquanto os déficits em conta-corrente que essa transferência de capital envolvia eram esquecidos ou ignorados. A única advertência parecia estar no conceito de “pecado original”, o termo adotado por Barry Eichengreen (2004) para se referir ao fato de que os países em desenvolvimento são

¹ Os países ricos não são prejudicados quando permitem que as empresas multinacionais de outros países ocupem seus mercados internos porque seus investimentos diretos líquidos são geralmente positivos: eles ocupam mais os mercados de outros países do que permitem que seus mercados internos sejam ocupados.

² Para nós, o endividamento “financeiro” resulta dos empréstimos externos e o endividamento “patrimonial” resulta dos investimentos diretos.

³ Essa mudança na posição do FMI em relação aos déficits em conta-corrente levou Bresser-Pereira (2002) a afirmar que o “Segundo Consenso de Washington” se formou no início da década de 1990. O primeiro consenso, que John Williamson (1990) resumiu no final dos anos 1980, não incluía a abertura das contas financeiras dos países nem a política de crescimento com poupança ou endividamento externo.

incapazes de tomar empréstimos em suas próprias moedas, sendo, portanto, sujeitos a crises de balanço de pagamentos ou crises financeiras.⁴ Mas os economistas que faziam essa advertência não mudaram seu pressuposto sobre o caráter “natural” das transferências de capital de países ricos para países pobres, mesmo que, naquele momento, a China, entre outros países asiáticos, demonstrasse o inverso; ela apresentava elevados superávits em conta-corrente ao mesmo tempo em que apresentava entre 1980 e 2010 um crescimento médio da renda *per capita* de 9,4% ao ano. Dessa forma, de maneira aparentemente paradoxal, mas perfeitamente explicável pela macroeconomia que estamos desenvolvendo, financiava os déficits em conta-corrente dos países ricos que não têm problema em incorrer neles – países cujas moedas nacionais são moedas-reserva que eles podem pagar desde que sua dívida externa seja em moeda nacional – o que geralmente acontece.

“Poupança externa” é uma expressão enganadora que transmite a ideia de que o déficit em conta-corrente tem a mesma natureza da poupança interna. No plano contábil isto é verdade, porque a soma das duas resulta na poupança total ou no investimento, mas em termos econômicos a poupança externa mais substitui do que se soma à poupança interna. A poupança externa são os financiamentos externos necessários para financiar o déficit em conta-corrente; é a poupança de outros países; ela se soma à dívida externa do país, mas não é necessariamente convertida em investimento: geralmente ela se soma ao consumo. Mesmo no caso do investimento direto se ele financia déficit em conta-corrente, não há garantia de que se somará à acumulação de capital total do país, porque, como são investimentos financeiros, não precisam ter investimentos reais como contrapartida. Mas mesmo que esses investimentos tenham ocorrido em termos de aumento de capacidade instalada, eles podem ter apenas substituído os investimentos que seriam realizados internamente se os déficits em conta-corrente e os respectivos ingressos de capital não tivessem provocado a valorização da taxa de câmbio e reduzido as oportunidades de investimentos lucrativos.

Quando uma empresa obtém financiamento de investimento em moeda nacional, esse financiamento se somará diretamente ao investimento total. Ao contrário, quando uma empresa obtém financiamento de investimento em moeda estrangeira, ela faz isso através de uma variável intermediária, a taxa de câmbio. O financiamento externo apreciará a taxa de câmbio e, por essa razão, poderá acabar se transformando em consumo adicional, não em investimento adicional.

A boa teoria financeira distingue o financiamento externo do financiamento interno, porque o primeiro apresenta um risco adicional – o risco da taxa de câmbio. Ela recomenda, portanto, que as instituições financeiras realizem operações casadas em moeda estrangeira. O “descasamento” de moedas é realmente um perigo, mas *não* é

⁴ Dessa vasta literatura, mencionamos aqui apenas Calvo, Leiderman e Reinhart (1995), Rodrik (1998), e Eichengreen e Leblang (2003).

nesse problema que estamos interessados. Do ponto de vista da macroeconomia desenvolvimentista, o que interessa não é o risco maior mas o prejuízo para a economia nacional que está embutido nos déficits em conta-corrente, que implicam ingressos de capital e valorização da taxa de câmbio, além de produzirem endividamento adicional numa moeda que o país não pode emitir. Assim, embora isso seja raramente lembrado, quando um país decide crescer com poupança e endividamento externo, decide ao mesmo tempo provocar a valorização de sua moeda e assume todos os problemas associados a uma taxa de câmbio sobrevalorizada. O déficit em conta-corrente torna-se, assim, a taxa exógena que é objeto da decisão, enquanto a taxa de câmbio se torna a variável endógena, dependente dessa decisão. Quando um país decide seguir essa trajetória, decide que sua taxa de câmbio estará cronicamente sobrevalorizada, porque a taxa de câmbio que corresponde a um déficit em conta-corrente é maior do que aquela existente quando a conta-corrente está equilibrada.

A teoria econômica, independentemente de ser neoclássica, keynesiana, ou clássico-desenvolvimentista, não está preocupada com os ingressos de capital envolvidos no financiamento dos déficits crônicos em conta-corrente, porque vê esses déficits com bons olhos; porque assume que a taxa de câmbio de equilíbrio não é o equilíbrio corrente, muito menos o equilíbrio industrial, mas é o “equilíbrio da dívida externa” – a taxa à qual o déficit em conta-corrente é igual ao crescimento do PIB, e assim o déficit em conta-corrente não implica um aumento da relação dívida externa-PIB. De acordo com essa visão, a única fonte de preocupação é o risco de “desalinhamentos” de curto prazo. É totalmente ausente a ideia de uma tendência a tais desalinhamentos, assim como a ideia de que a sobrevalorização resultante seja crônica e prejudicial. Tudo o que os formuladores de políticas econômicas podem fazer é escolher entre fixar e flutuar a taxa de câmbio, sem considerar a direção do desalinhamento, seu caráter crônico e o fato de que há muitos pontos intermediários entre o regime puramente fixo e o regime flutuante. Igualmente falsa é a ideia de que, a longo prazo, a taxa de câmbio real não pode ser administrada.⁵

Na prática, dentro de certos limites, todos os países administram suas taxas de câmbio efetivamente, influenciando tanto seu valor quanto seu preço de mercado.⁶ Apesar do pressuposto da ortodoxia liberal de que a taxa de câmbio não pode ser administrada ou sujeita a políticas, a administração da taxa de câmbio está sendo feita quando os economistas neoclássicos decidem que um país *deve* crescer com poupança e endividamento externo e passam a tomar medidas nessa direção, como, por exemplo, o aumento da taxa de juros para atrair capitais, ou a oferta de condições

⁵ Ver Montiel (2003: ch. 16).

⁶ A ideia de que a taxa de câmbio real não pode ser administrada a longo prazo é verdadeira somente se o intervalo de tempo implícito nesse “longo prazo” for muito grande – mais de 20 anos – mas, nesse caso, a restrição se torna irrelevante. O importante é administrar a taxa de câmbio por um período razoável, que estivesse, relativamente falando, sob o controle dos formuladores de políticas econômicas.

especialmente favoráveis para empresas multinacionais investirem no país. No lado oposto, quando um país cresce com poupança e endividamento externo negativo (isto é, com superávit em conta-corrente), como é comum entre os países asiáticos de crescimento rápido, está administrando sua taxa de câmbio de modo a mantê-la competitiva e, assim, está promovendo um aumento da poupança interna. Em ambos os casos, a variável exógena é uma política econômica – a decisão de tentar ou não crescer com poupança e endividamento externo. E a variável *endógena* é a taxa de câmbio. É verdade que os países que aceitam a política de crescimento com poupança ou endividamento externo geralmente não percebem que ela implica uma taxa de câmbio apreciada; mas essa falta de percepção não altera o fato de estarem administrando suas taxas de câmbio para baixo (estão fazendo com que elas se apreciem) ao aceitarem o financiamento em moeda estrangeira.

Taxa de substituição de poupanças

A taxa de câmbio se apreciará sempre que o país registrar um déficit em conta-corrente financiado por ingressos de capital, mas isto não dificultará o crescimento sob três condições: que o déficit seja pequeno, que o país não sofra da doença holandesa, e que o país esteja naquele momento crescendo rapidamente, de maneira que as oportunidades de investimento sejam abundantes e a propensão marginal a consumir, baixa, e, em consequência, a alta taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa seja baixa. Foi isso, por exemplo, o que aconteceu na década de 1970 na Coreia do Sul.

O grau de valorização da moeda nacional causada pela política de crescimento com poupança ou endividamento externo depende fundamentalmente da elasticidade da taxa de câmbio em relação à poupança externa, E_{ps} , onde e é a taxa de câmbio, l a elasticidade, e S_x a poupança externa. Quão elevada será essa elasticidade? Difere de país para país. Em geral, aumenta de acordo com a propensão do país a consumir. Por sua vez, o aumento dos salários como resultado da valorização depende da *elasticidade dos salários* em relação à taxa de câmbio, e_w , onde w é a taxa de salários. Essa elasticidade é tanto maior quanto maiores forem os efeitos preço e renda da valorização. Como a elasticidade da taxa de câmbio, a elasticidade dos salários é relativamente estável, mudando apenas no longo prazo.

A consequência fundamental da política de crescimento com poupança ou endividamento externo é que a poupança externa *não* se soma à poupança interna, mas em grande parte a substitui na medida em que uma boa parte do correspondente financiamento externo se transforma em consumo, não em investimento; em outras palavras, há uma elevada taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa. As causas dessa taxa elevada são os efeitos preço e renda e a falta de acesso aos mercados em razão da valorização da moeda nacional.

Podemos ver a substituição da poupança interna pela poupança externa do lado da renda ou da oferta e do lado da demanda. Do lado da renda, a substituição acontece porque a valorização da taxa de câmbio causa um aumento artificial dos salários e do consumo; do lado da demanda, acontece porque as empresas perdem acesso aos mercados e decidem reduzir seus investimentos. Quanto mais apreciada estiver a moeda nacional, maiores serão os salários reais porque, com a valorização, os preços dos bens e serviços comercializáveis internacionalmente cairão em relação aos preços dos bens e serviços não comercializáveis (efeito preço), dos quais o mais importante são os salários. Consequentemente, o poder aquisitivo dos trabalhadores aumenta (efeito renda); dependendo da fatia dos bens comercializáveis em sua cesta de consumo, a fatia dos lucros cairá e a participação dos salários na renda aumentará. Como a propensão a poupar a partir dos lucros é maior do que a propensão a poupar a partir dos salários, essa distribuição de renda dos lucros para os salários diminuirá a propensão agregada a poupar, resultando numa redução da poupança interna; também aumentará a propensão média a consumir e, consequentemente, o consumo agregado. Do lado da demanda, as oportunidades de investimento para as empresas locais cairão porque elas perderão acesso aos mercados externo e interno.

Em ambos os casos – do lado da renda e do lado da demanda – a consequência da valorização é um aumento dos salários reais e, portanto, do consumo. Do lado da renda, isso causa diretamente uma diminuição da poupança interna; do lado da demanda, a poupança cai porque as expectativas de lucro dos empresários diminuem e, portanto, caem também o investimento e a poupança, que dependem da diferença entre a taxa de juros e a taxa de lucro esperada. O consumo varia juntamente com as variações dos salários e dos lucros, e o investimento varia inversamente à diferença entre a taxa de lucro esperada e a taxa de juros ou custo do capital. Essa taxa de lucro esperada cai na medida em que, do lado da renda, os salários aumentam e, do lado da demanda, as oportunidades de investimento voltadas para as exportações diminuem. Portanto, como a poupança externa é “importada” e o endividamento externo aumenta, a taxa de câmbio se aprecia, os salários e o consumo aumentam e a poupança interna cai, configurando assim o processo de substituição da poupança interna pela poupança externa. Em outras palavras, os dois processos de valorização da taxa de câmbio, um do lado da renda e o outro do lado da demanda, validam-se mutuamente, provocam a sobrevalorização da taxa de câmbio e acarretam uma redução do investimento.

Mas essa substituição não é instantânea. Num prazo muito curto, o aumento dos salários reais causado pela valorização da taxa de câmbio aumenta o consumo interno. Mas esse aumento da demanda é estritamente temporário; as empresas competentes dificilmente serão enganadas por ele e não investirão. Logo os produtos das empresas que são possivelmente menos eficientes do que as domésticas começam a entrar no mercado interno sob a forma de importações.

A médio prazo, o aumento artificial dos salários causado pela temporária valorização não é sustentável. À medida que os custos aumentam e os lucros caem, as empresas tentarão transferir os aumentos salariais para os preços, e a consequente inflação de custos forçará os salários a caírem em termos reais e a taxa de lucro a voltar para o *equilíbrio*. A qual “equilíbrio” estamos nos referindo? À relação lucros-salários que garante uma taxa de lucro satisfatória, ou “satisficing”, nas palavras de Herbert Simon, ou seja, uma taxa de lucro suficiente para estimular os empresários a investirem. Quando os salários são artificialmente altos, isto é, quando crescem mais rapidamente do que o aumento da produtividade em razão da valorização da taxa de câmbio, a taxa de lucro não é mais satisfatória.

Até agora vimos que a tentativa de crescer com poupança e endividamento externo – na esperança de que a taxa de investimento aumente quando o país registrar déficits em conta-corrente – não obtém êxito necessariamente, mas sempre provoca valorização da taxa de câmbio. Mesmo quando os recursos externos assumem a forma de investimento direto, não há garantia de que eles se somarão ao investimento total. Sempre haverá uma substituição da poupança interna pela poupança externa; e essa substituição tenderá a ser alta. Não será necessariamente completa, 100%. Alguma parcela da poupança externa deve acabar resultando num aumento do investimento, mas esse aumento será muito menor do que a suposta substituição zero (que corresponde à aditividade) implícita na política de crescimento com poupança ou endividamento externo.

Podemos definir a taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa como a variação da poupança interna dividida pela variação da poupança externa:⁷

$$z_t = - dS_i / dS_x. \quad (7.2)$$

A taxa de substituição, z , no período t é, portanto, negativa, pois estamos comparando uma diminuição com um aumento. Para medir a taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa, precisamos definir o período relevante e o valor da variação da poupança externa e da poupança interna. Se, no período escolhido, a poupança externa aumentar R\$1.000 bilhão (coberto por ingressos de capital nesse valor) e a poupança interna diminuir R\$800 bilhões, a taxa de substituição será de 80%, porque somente R\$200 bilhões dessa poupança externa terão sido adicionados ao investimento total, os restantes R\$800 bilhões tendo financiado o consumo. Assim, no exemplo, que está longe de ser irrealista, uma grande parcela da poupança externa acabou financiando não o investimento, mas o consumo.

⁷ A taxa de substituição pode também ser expressa como segue: $z_t = \frac{\partial S_i}{\partial S_x} = \frac{\partial S_i}{\partial e} \frac{\partial e}{\partial S_x} = \frac{(\partial S_i / \partial e)}{(\partial S_x / \partial e)}$. Em palavras, a taxa de substituição pode ser expressa como a relação entre a elasticidade da poupança interna em relação à taxa de câmbio real e a elasticidade da poupança externa em relação à taxa de câmbio real.

Qual é o sentido, na prática, da taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa? Se ignorarmos o sinal, e se a taxa for igual a 100%, significa que o aumento da poupança externa corresponde a uma diminuição da poupança interna no mesmo valor. Nesse exemplo há uma substituição plena. Se a taxa for igual a 0%, não haverá substituição de poupança. No primeiro caso, a poupança externa adicional não causa um aumento da taxa de investimento; no segundo, é inteiramente transformada em aumento do investimento e, portanto, da taxa de investimento. Nos casos intermediários, a poupança externa será canalizada em parte para o consumo e em parte para o investimento. Se for igual a 50%, e se o retorno sobre os investimentos financiados pelos ingressos de capital for de 15%, os investidores externos receberão esse retorno, mas o país estará pagando um retorno de 30%, uma vez que só metade da poupança externa financiou o investimento.

Do que depende a taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa? Qual é a variação da poupança interna devida à valorização da moeda de um país que garante que ele crescerá com poupança e endividamento externo? Basicamente, depende da *diferença* entre a propensão a poupar a partir dos lucros e a propensão a poupar a partir dos salários. Uma vez que assumimos que há uma correspondência básica entre a taxa de câmbio e o déficit em conta-corrente, do lado da oferta ou da poupança a taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa depende da elasticidade da poupança interna em relação à taxa de câmbio, *Sile*, que, por sua vez, depende, em primeiro lugar, da elasticidade dos salários reais em relação à taxa de câmbio e, em segundo lugar, da diferença entre a propensão dos capitalistas a poupar e a propensão dos trabalhadores a poupar. Quanto maior a elasticidade dos salários reais em relação às variações da taxa de câmbio, e quanto maior a diferença entre a propensão a poupar a partir dos lucros e a propensão a poupar a partir dos salários, maior será a elasticidade da poupança e dos investimentos em relação à taxa de câmbio, e maior será a taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa.

O mais relevante desses três componentes é a elasticidade da taxa de lucro esperada em relação à taxa de câmbio que, ao contrário dos outros componentes, varia enormemente. Se o país estiver crescendo muito rapidamente, se estiver vivendo um “milagre” e se houver grandes oportunidades de lucro, a classe capitalista usará uma parcela maior de sua renda esperada e auferida para investir, aumentando sua propensão marginal a investir. Além disso, tendo em vista os aumentos de salários e (especialmente) os aumentos de ordenados que estão em curso, os trabalhadores e a classe média profissional também aumentarão sua propensão marginal a poupar e investir. Como resultado, a taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa cairá.

Do lado da demanda, a taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa depende da elasticidade da taxa de lucro esperada (que está associada às exportações) em relação à taxa de câmbio. Dada uma maior elasticidade, se a taxa de câmbio

se apreciar, as exportações cairão mais do que previsto, e assim maior será a queda da taxa de investimento.

Portanto, demanda e oferta (intermediadas pela renda) operam na mesma direção: do lado da demanda, a valorização da taxa de câmbio precipita sucessivamente uma diminuição das exportações, dos investimentos destinados à exportação e da poupança; do lado da renda ou da oferta, a diminuição direta da poupança interna sanciona a redução do investimento.

A taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa será particularmente alta quanto menor for a diferença entre a taxa de lucro esperada e a taxa de juros, ou seja, quanto menores forem as oportunidades de investimento. Nesse caso, não apenas os trabalhadores mostrarão uma alta propensão a consumir, mas também a classe média tenderá a consumir praticamente todo o aumento de seus ordenados, e os capitalistas, em vista de uma taxa de lucro não satisfatória, pararão de investir em lugar de reduzir seu consumo. Assim, se o diferencial entre juros e lucros for pequeno, teremos oportunidades de investimento “normais”, que nem estimularão a classe média a transferir parte de seus ordenados para o investimento nem convencerão os capitalistas a consumir menos. Consequentemente, o ingresso de poupança externa será fortemente compensado pela diminuição da poupança interna decorrente do aumento do consumo. Além disso, os próprios lucros e seu reinvestimento serão modestos. O resultado dessas duas situações é que não haverá novos investimentos, apesar do ingresso de poupança externa. No outro extremo, se o diferencial entre a taxa de lucro e a taxa de juros for grande e a variação do consumo for pequena, uma parcela substancial do aumento dos salários e ordenados será dirigida não para o consumo, mas para o investimento.

Tendo em vista a medíocre taxa de lucro esperada e a elevada propensão marginal a consumir que existe nas economias em desenvolvimento, a taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa tende a ser elevada nesses países. Será de praticamente 100% quando a conta-corrente estiver em déficit, sem nenhuma conexão com o investimento, e o crescimento econômico for particularmente lento, como ocorreu na América Latina na década de 1990. Entretanto, sabemos que, histórica ou empiricamente, sob certas circunstâncias, alguns países se desenvolveram com poupança e endividamento externo. Isso aconteceu, com uma taxa de substituição inferior a 50% quando, por diferentes razões, os países experimentaram altas taxas de crescimento, ou um “milagre”. Então, uma combinação favorável de externalidades e aumento da demanda deu origem a grandes oportunidades de investimento que geraram altas taxas de lucro esperadas. Dizendo isso, estamos presumindo que, durante episódios de crescimento elevado, a taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa declina e, por essa razão, a poupança externa contribui para o crescimento. Poderíamos ser tentados a reverter a causalidade e dizer que a entrada de capitais produziu as altas taxas de crescimento que reduziram a taxa de substituição; mas esse movimento implica uma

rejeição de algo que esperamos esteja agora óbvio para o leitor: que a valorização da taxa de câmbio reduz as oportunidades de investimento.

É importante observar que, da mesma forma que há uma substituição da poupança interna pela poupança externa quando aumenta o déficit em conta-corrente, pode ocorrer o inverso, isto é, a substituição da poupança externa pela poupança interna quando o déficit em conta-corrente ou a poupança externa estiverem diminuindo. Nesse caso, do lado da oferta, os salários e os ordenados cairão; do lado da demanda, as exportações e os investimentos aumentarão, causando a substituição inversa.

Vale observar que a análise que desenvolvemos neste capítulo é diferente daquela presente no modelo Mundell-Fleming na medida em que ele, como legítimo modelo de equilíbrio neoclássico, afirma que os déficits em conta-corrente seriam automaticamente corrigidos pelo mercado porque causariam a desvalorização da moeda; o déficit do balanço de pagamentos depreciaria a moeda e deslocaria a curva IS (*investment-saving*) para a direita devido ao aumento das exportações, uma vez satisfeita a condição de Marshall-Lerner. Mas o que ocorre na realidade é outra coisa. Como vimos nas duas seções anteriores, o “equilíbrio” desejado pelo governo e pela sociedade não é o de conta-corrente zero, como pressupõe o modelo Mundell-Fleming, mas o de um déficit em conta-corrente geralmente mal definido que corresponde à decisão do país de “crescer com poupança externa”. Esta é uma política que praticamente todos os países em desenvolvimento adotam com a bênção da ortodoxia e da heterodoxia. Em consequência, a taxa de câmbio torna-se mais apreciada do que se a conta corrente estivesse zerada, e permanece assim, não voltando para o equilíbrio pressuposto pelo modelo Mundell-Fleming, porque o governo, a sociedade nacional e os credores externos *estão satisfeitos* com esse déficit em conta-corrente e, naturalmente, com o maior consumo (muito mais do que o maior investimento) que esta decisão implica – estão satisfeitos até o momento em que os credores perdem a confiança e a crise financeira se desencadeia. O pressuposto, naturalmente, é que existe uma relação direta entre o déficit em conta-corrente e a taxa de câmbio: um é função do outro e vice-versa.

Nível da taxa de juros

Uma segunda política habitual que causa a valorização da taxa de câmbio para baixo do equilíbrio corrente é a política de um alto *nível* de taxa de juros – um nível substancialmente maior do que a taxa média de juros vigente nos países ricos. Chegamos a pensar em incluir neste livro um capítulo especial sobre a taxa de juros, mas este não é um livro-texto nem um tratado, e concluímos que teríamos pouco a acrescentar ao que já foi pesquisado e escrito pela teoria pós-keynesiana e pela teoria ortodoxa sobre política monetária. Poderíamos, por outro lado, ter entendido que os governos adotam com frequência taxa de juros elevada “para atrair capitais”, e, portanto, que poderíamos ter

discutido o problema no quadro na sessão anterior. Mas entendemos que o problema é tão importante que merece uma sessão à parte.

Altas taxas de juros, que atraem capital estrangeiro e provocam a cíclica valorização da taxa de câmbio, são justificadas pela ortodoxia liberal com vários argumentos. O argumento mais comum é que um alto nível de taxa de juros é necessário para controlar a inflação. Esse tipo de argumento, que é intrinsecamente absurdo, pode continuar a ser propalado apenas porque tanto os economistas que defendem como os que atacam a política monetária de altas taxas de juros não mencionam o *nível* da taxa real de juros, mas somente suas *oscilações*. Sem dúvida, a política monetária deveria ser capaz de operar aumentando a taxa de juros quando a economia está aquecida e a inflação está subindo, e reduzindo-a quando a economia está desaquecendo. Mas uma coisa é o Banco Central conduzir sua política de taxa de juros fazendo com que ela varie em termos reais, por exemplo entre 2% negativos e 4% positivos (média de 1% em termos reais), e outra coisa é fazê-la flutuar em torno de 5% em termos reais, como geralmente acontece quando são adotadas políticas liberal-ortodoxas de “aprofundamento financeiro” e de atração do capital estrangeiro.

Uma política que mantém a taxa de juros em um nível alto realmente atrai capital e consequentemente é uma causa significativa da valorização da taxa de câmbio a que os países em desenvolvimento estão sujeitos. Mas como estamos vendo neste capítulo, ela não promove um aumento da taxa de investimento, em primeiro lugar porque, quando a taxa de câmbio se aprecia, as oportunidades de investimento lucrativo diminuem e teremos uma alta taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa, e em segundo lugar porque o aumento do custo de capital desencoraja o investimento. E devemos também lembrar que um nível alto de taxa de juros para um país com uma grande dívida pública interna implica aumento dos gastos públicos que enfraquece o Estado, e portanto não aumenta a demanda efetiva e as oportunidades de investimento; ao contrário, ele as reduz.

De acordo com a teoria econômica neoclássica, os preços nos países que adotam políticas desenvolvimentistas estão “errados” – não apenas os preços dos bens e serviços, como resultado da política industrial, mas também a taxa de juros, que seria baixa demais, uma característica da “repressão financeira”. Desse modo, a fim de melhorar o desempenho econômico, os países em desenvolvimento deveriam realizar uma “desrepressão financeira”, ou seja, aumentar o nível da taxa de juros. A estrutura teórica dessa política é antiga, datando da década de 1970, quando dois economistas neoclássicos (MCKINNON, 1973; SHAW, 1973) perceberam que em vários países asiáticos e latino-americanos, que naquela época estavam se industrializando e experimentando altas taxas de crescimento, as taxas de juros eram baixas, quando não negativas. Essas taxas baixas derivavam das políticas desenvolvimentistas que os países estavam promovendo com sucesso naquela época, envolvendo subsídios ao investimento oferecidos pelos bancos públicos. Os citados economistas alegavam que

tais subsídios impediam os bancos privados de financiarem o investimento; esse era um problema grave porque a “repressão financeira” restringiria o financiamento de investimentos privados e tornaria o sistema financeiro “pouco profundo”. A solução proposta recebeu imediatamente um nome pomposo: “aprofundamento de capital”. Mas ela significava apenas a legitimação de um aumento da taxa de juros a fim de torná-la positiva e satisfatória para os poupadores, isto é, para os capitalistas rentistas, que aumentariam suas poupanças e as colocariam à disposição dos bancos privados para financiar o investimento.

O “aprofundamento de capital” se baseava no pressuposto neoclássico, refutado sem cessar pela realidade, de que um aumento da taxa de juros aumenta a poupança – algo que a realidade mostra sempre não ser verdade. Nas sociedades capitalistas modernas, a poupança marginal (que seria estimulada por altas taxas de juros) não é relevante quando comparada com o estoque acumulado de capital-dinheiro disponível para financiar o investimento ou o consumo. Em lugar de reconhecer que o sistema desenvolvimentista de financiamento de investimentos privados com o apoio de recursos públicos funcionava bem, tanto que as taxas de investimento eram altas e os países estavam crescendo rapidamente, esses economistas raciocinaram a partir de seu modelo hipotético e ideal de economia de mercado e não hesitaram em argumentar a favor de maiores taxas de juros. Na década de 1970, esses economistas foram incapazes de convencer os países a mudarem sua política desenvolvimentista e embarcarem na desrepressão ou aprofundamento de capital. E é por isso que esses países continuaram a crescer. Mas na década de 1990, quando a ortodoxia liberal se tornou dominante, a maioria dos países em desenvolvimento (particularmente os latino-americanos que, na década anterior, haviam se enfraquecido em razão da crise da dívida externa) se rendeu à nova ortodoxia e aceitou os argumentos do aprofundamento de capital. Os subsídios ao crédito foram eliminados ou muito reduzidos, mas os bancos privados aumentaram o financiamento de longo prazo apenas marginalmente.

Outro argumento a favor de um nível alto de taxa de juros é que esse nível é necessário para financiar a dívida pública. Ao contrário dos argumentos anteriores, essa é uma justificativa legítima se o Estado estiver altamente endividado. Nesse caso, o nível da taxa de juros tenderá a ser maior do que seria em outras situações. Altas taxas de juros estão entre os muitos problemas causados pela irresponsabilidade fiscal. Entretanto, as altas taxas de juros costumam ser justificadas desse modo mesmo quando o nível de endividamento público do país não é elevado. Por outro lado, é necessário levar em conta as causas de um aumento da dívida pública, que resulta de déficits públicos nominais (saldo primário mais pagamentos de juros). Suas causas são geralmente políticas fiscais irresponsáveis caracterizadas por déficits primários elevados, mas também podem ser explicados por altas taxas de juros sobre a dívida pública. Como resultado de qualquer um dos dois casos, de populismo fiscal ou da imposição de taxas de juros onerosas pelo Banco Central, o Estado pode se tornar

uma espécie de devedor Ponzi e poderá ter de oferecer títulos com um nível de remuneração sempre crescente. Essa dinâmica, além de destruir a capacidade do Estado de levantar financiamentos, coloca uma nova pressão ascendente sobre a taxa de câmbio e termina com uma crise financeira.

Política de âncora cambial

A terceira política habitual que explica a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio é a política de âncora cambial para controlar a inflação. Essa é uma política ou uma prática antiga, que foi necessária para estabilizar os episódios de hiperinflação, desde que acompanhada de uma política de ajuste fiscal e de reestabelecimento da confiança no governo. Nos países que enfrentaram taxas de inflação acima de 50% ao mês (o que define a hiperinflação), a maneira clássica de lidar com ela foi o Estado fixar ou “congelar” a taxa de câmbio. A política terá êxito ou, em outras palavras, gozará de um grau de credibilidade social que convencerá os agentes econômicos a deixarem de aumentar os preços independentemente da demanda, se o Estado (*a*) tiver levantado empréstimos internacionais para garantir a política e (*b*) tiver adotado uma política fiscal firme de redução de gastos. As hiperinflações na Alemanha e em outros países do Leste Europeu nos anos 1920 terminaram desse modo.

Já o uso de âncora cambial para controlar a inflação usual de demanda implica uma grave distorção econômica. No Brasil tem sido alegado que a estabilização de preços teve sucesso em 1994 (Plano Real) também em razão de uma âncora cambial. Mas esse não é o caso, principalmente porque o Brasil não tinha hiperinflação, mas antes uma elevada inflação inercial decorrente de uma defasagem nos aumentos de preços que estavam formal e informalmente indexados. Na presença desse tipo de inflação, é necessário neutralizar o desequilíbrio nos preços relativos existentes, o que foi feito utilizando-se, durante três meses, uma moeda índice atrelada ao dólar. A inflação ainda não era suficientemente alta para que o desequilíbrio nos aumentos de preços se tornasse tão pequeno de modo a tornar desnecessário o mecanismo de neutralização da inércia inflacionária, e nessa situação bastaria determinar a taxa de câmbio. A inflação havia atingido um nível no qual os aumentos de preços estavam ainda dessincronizados, cada aumento corrigindo o desequilíbrio dos preços relativos causado pelo aumento anterior e gerando um novo desequilíbrio a ser corrigido pelo agente seguinte.

O uso da âncora cambial para controlar hiperinflações é, portanto, legítimo. A taxa de câmbio que resulta da estabilização continua sobrevalorizada em razão do resíduo inflacionário que sempre existirá após o choque cambial, mas esse é um problema que a economia terá de resolver quando a estabilização for concluída. Mas o uso da âncora cambial simplesmente para atingir a meta de inflação, como é comum nos países em

desenvolvimento, é inaceitável. Na administração econômica diária, manter a taxa de câmbio fluando em torno do equilíbrio competitivo ou industrial é tão importante quanto controlar a inflação. Não há razão para sacrificar a meta cambial informal, que todo país precisa estabelecer, para ajudar a atingir a meta de inflação. Os modelos de política de metas de inflação obviamente incluem a taxa de câmbio, mas esses modelos tratam a valorização ou desvalorização da taxa de câmbio como uma variável exógena, que não é objeto de política. Se, por exemplo, a moeda nacional estiver se depreciando, o Banco Central terá de responder aumentando ainda mais a taxa de juros. O problema que nos preocupa aqui, porém, é o uso da taxa de câmbio como instrumento para controlar a inflação além do instrumento da taxa de juros.

Para controlar a inflação, é sem dúvida desejável que o Banco Central ganhe credibilidade. Mas há um problema circular que o uso da âncora cambial “resolve” perversamente. Afinal, a credibilidade do banco e de sua política acaba dependendo de alcançar a meta de inflação. Como a eficácia da taxa de juros no controle da inflação é limitada e leva tempo, torna-se difícil resistir à tentação de aproveitar uma valorização da taxa de câmbio para alcançar a meta. Assim, geralmente temos uma meta de inflação, uma política explícita de taxa de juros para alcançá-la e uma política cambial implícita. Esta última nunca é confessada, porque a teoria econômica neoclássica presume que o único instrumento legítimo a ser utilizado pelos bancos centrais é a taxa de juros, e que o preço da moeda estrangeira seria adequadamente definido pelo mercado.

Uma diretriz cambial (uma espécie de âncora), combinada com a hipótese de que os agentes econômicos agirão de acordo com as expectativas racionais, foi adotada na Argentina em 1978 e no Chile em 1981, no contexto de regimes militares autoritários e resultou em crises de balanço de pagamentos extremamente violentas. Os formuladores locais de políticas foram convencidos pelas então novas ideias neoclássicas de que a inflação poderia ser controlada administrando-se as expectativas racionais dos agentes econômicos e que o instrumento para essa administração, no contexto de um regime em que a taxa de câmbio era corrigida de acordo com a taxa de inflação, seria desconectar a taxa de câmbio da inflação passada e estabelecer uma escala predeterminada de redução da indexação cambial. Ao embarcarem nessa política radical, eles informavam a população, “de modo transparente”, sobre sua meta e como iriam alcançá-la “racionalmente”, e passaram a corrigir a taxa de câmbio mês a mês de acordo com o plano. Ao mesmo tempo, adotavam rígidas políticas fiscais e monetárias para garantir maior credibilidade para sua política. No entanto, os agentes econômicos, muito razoavelmente, não acreditaram que outros agentes agiriam da maneira “racional” prevista pela política econômica e não reduziram seus preços proporcionalmente à diretriz cambial. A inflação caiu, mas substancialmente menos do que previsto, e a taxa de câmbio em cada um dos países apreciou-se fortemente. A consequência foi o aumento do déficit em conta-corrente e do endividamento

externo e, no final, os credores perderam a confiança, pararam de rolar a dívida, e cada país sofreu uma crise de balanço de pagamentos brutal durante a qual, uma vez mais, a moeda se depreciou e a inflação voltou a aumentar.⁸

Experiências traumáticas com âncoras cambiais combinada com a crença em expectativas racionais por parte dos agentes econômicos são raras; muito comum é o uso da taxa de câmbio como um instrumento tão ou mais importante do que a taxa de juros para alcançar a meta de inflação. Teórica e oficialmente, a taxa de juros é ainda o único instrumento disponível para o Banco Central; mas, na prática, a taxa de câmbio é outro instrumento que os bancos centrais não hesitam em usar para controlar a inflação. Por isso não faz sentido deixar a política cambial por conta dos bancos centrais; é necessário um conselho cambial para definir essa política.

Mas como fariam as autoridades governamentais para apreciar (ou depreciar) a moeda nacional, tendo em vista que atualmente a maioria dos países adotou um regime de taxa de câmbio flutuante? Há várias maneiras de realizar uma valorização sob esse regime – as políticas de livro-texto, como a compra e venda de reservas, a política de juros altos para atrair capitais e, se o país decidir enfrentar a ortodoxia liberal, a adoção de controles de capital. Mas a forma mais simples de apreciar a taxa de câmbio no contexto do câmbio flutuante é o Estado *omitir-se* de formular e conduzir a política cambial, e deixar que a tendência à sobrevalorização da taxa de câmbio faça seu trabalho: é não neutralizar a doença holandesa, é não rejeitar política de crescimento com poupança ou endividamento externo, é continuar a usar a taxa de câmbio como âncora para controlar a inflação – é, portanto, acomodar-se ao populismo cambial, com a bênção das agências internacionais ou da ortodoxia liberal.

Devemos observar que, *depois* das crises de balanço de pagamentos que se caracterizam por violentas desvalorizações da taxa de câmbio, há espaço para um período relativamente curto de valorização “saudável” da taxa de câmbio – até o ponto em que ela atinge o equilíbrio industrial. A partir daí, uma nova valorização é perversa do ponto de vista da eficiente alocação de recursos e do crescimento econômico, mas é bem-vinda por formuladores de políticas econômicas que dão prioridade ao controle da inflação sobre o emprego e o crescimento.

Preferência pelo consumo imediato

As três políticas habituais e equivocadas que causam a valorização da taxa de câmbio e a levam para o déficit em conta-corrente são, portanto, a política de crescimento com poupança ou endividamento externo, a política de alto nível de juros, e a política de

⁸ A análise canônica das crises financeiras causadas por esses planos de estabilização baseados nas expectativas racionais e na prefixação da taxa de câmbio foi feita por Carlos Diaz Alejandro (1981).

âncora cambial para controlar a inflação. As três poderiam ser resumidas em uma só: o populismo cambial, no qual incidem os políticos de forma esperta, porque sabem ou pressentem que quando o câmbio se aprecia a inflação cai e os rendimentos aumentam em termos reais, facilitando sua reeleição, e também os economistas – estes por incompetência, porque acreditam que o déficit em conta-corrente é poupança externa que se soma à interna. E as três refletem a alta preferência pelo consumo imediato encontrada no povo e nas elites dos países em desenvolvimento – na sua ânsia de “reproduzir os padrões de consumo do centro”, que Celso Furtado criticava com tanta insistência.

Há uma ampla literatura econômica sobre o ciclo político que demonstra que em todos os países, inclusive os ricos, os chefes de governo reduzem os gastos públicos no início de seus mandatos e os aumentam no final, para facilitar sua reeleição. Há, nesse caso, populismo econômico. Há também uma extensa e bem mais antiga literatura sobre o populismo político, que é geralmente entendido como uma relação direta entre o líder do governo e as massas sem a intermediação de partidos políticos definidos ideologicamente e, portanto, como uma manifestação inicial da participação popular no governo. Há, assim, dois conceitos de populismo: populismo político e populismo econômico. O populismo econômico se subdivide em populismo fiscal e populismo cambial. O conceito surgiu na década de 1980 para identificar criticamente a irresponsabilidade fiscal de vários líderes governamentais nos países em desenvolvimento. No entanto, além desse populismo fiscal, há o populismo cambial, introduzido por um dos autores deste livro, que é geralmente ignorado pela literatura econômica: equivale a promover ou se acomodar com a valorização da taxa de câmbio para que a inflação caia e os salários reais aumentem. Na medida em que essa política não cause uma crise financeira durante o mandato, ela contribuirá para a reeleição do chefe de governo e de seus associados.

A resposta habitual dos economistas ao populismo cambial não é a que poderíamos esperar. Como a desvalorização da taxa de câmbio real que neutraliza a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio causa redução do salário real e dos demais rendimentos (juros, aluguéis e dividendos) reais e provoca o aumento da inflação, muitos economistas, tanto ortodoxos quanto desenvolvimentistas, praticam o populismo cambial muito naturalmente, como se não houvesse alternativa senão a taxa de câmbio sobreapreciada no longo prazo. Certos economistas desenvolvimentistas, mostrando uma grande dificuldade com relação ao efeito-preço (vivem no mundo do efeito-renda), argumentam que a elasticidade das exportações em relação à taxa de câmbio é baixa. Com base nisso, aceitam e mesmo legitimam a taxa de câmbio sobrevalorizada e os déficits crônicos em conta-corrente. O primeiro argumento mostra a força da preferência pelo consumo imediato; o segundo, em última instância implica suspender a lei da oferta e da procura. Quanto à preferência pelo consumo imediato, como argumentamos neste e nos capítulos anteriores, a redução dos salários reais deve ser vista de uma perspectiva adequada: ela é temporária porque, a médio e longo prazo, o maior crescimento econômico que se tornou possível graças à desvalorização da taxa de

câmbio e o conseqüente aumento das oportunidades de investimento possibilitarão um ritmo de crescimento da produtividade do trabalho mais acentuado, em virtude da existência de economias de escala estáticas e dinâmicas, favorecendo assim um crescimento mais rápido dos salários reais. Conseqüentemente, depois de algum tempo, a trajetória do salário real resultante da desvalorização da taxa de câmbio será maior do que a trajetória que ele seguiria se a taxa de câmbio tivesse permanecido sobrevalorizada.

Os economistas liberais, por sua vez, também rejeitam uma desvalorização da taxa de câmbio, não obstante ela deva ser única – *once and for all*. Apesar de sua abordagem conservadora, eles não hesitam em citar a redução dos salários, mas opõem-se a ela principalmente porque ela causará algum aumento da inflação, que é seu principal inimigo, porque reduzirá as rendas dos rentistas. Enquanto os economistas desenvolvimentistas dão ênfase excessiva à queda dos salários reais, os economistas liberais dão ênfase excessiva ao aumento da inflação. Mas, além desses argumentos, esses economistas estão ideologicamente alinhados com uma coalizão de classes liberal formada por capitalistas rentistas e pelos financistas que administram sua riqueza, pelos altos executivos das empresas multinacionais e pelos interesses externos. Essa coalizão de classes está interessada, de um lado, numa alta taxa real de juros, que reflete conjuntamente uma taxa de juros nominal elevada e uma taxa de inflação a mais baixa possível, e, de outro lado, está interessada em uma moeda dos países em desenvolvimento apreciada e nos déficits em conta-corrente que provoca, os quais legitimam os empréstimos e investimentos diretos por meio dos quais os países ricos ocupam os mercados internos desses países.

Aceitando assim uma moeda sobrevalorizada, os economistas agem de forma populista, curvando-se à alta preferência pelo consumo imediato da população. Já vimos que uma taxa de câmbio sobrevalorizada está associada a um alto nível de consumo e a uma baixa taxa de investimento. Suas causas são, afinal, *não políticas* como a não neutralização da doença holandesa e, mais amplamente, como a não neutralização da tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio, que supõe a não rejeição da política de crescimento com poupança ou endividamento externo, da política de elevado nível de juros reais, e a política âncora cambial para controlar a inflação. Não políticas que revelam uma alta preferência pelo consumo imediato. Esses economistas aceitam como natural um nível de consumo que reduz a capacidade do país de investir e poupar. Além desse populismo cambial, há o populismo fiscal, que se manifesta por uma baixa taxa de poupança no setor público. O investimento público deve representar entre 20% e 25% do investimento total, mas os gastos correntes excessivos obrigam o Estado a reduzir seus investimentos. Alguns desses gastos, particularmente em assistência à saúde, educação, suporte à renda básica e seguridade social, representam salários indiretos relativamente eficientes (não dispendiosos). Mas outros gastos, particularmente aqueles relacionados ao serviço da dívida pública e aos custos com pessoal, devem ser mais seriamente reduzidos, de modo a aumentar a capacidade de investimento do Estado.

Essa preferência pelo consumo imediato, determinada pelas políticas, não deve ser confundida com a propensão marginal a consumir que define o comportamento dos agentes econômicos. A preferência pelo consumo imediato é uma preferência que deduzimos das políticas que os governos adotam ou deixam de adotar para desvalorizar de uma vez por todas a taxa de câmbio e, depois disso, fazê-la flutuar em torno do equilíbrio industrial.

Quanto aos déficits em conta-corrente e à taxa de câmbio sobrevalorizada, esses economistas os aceitam e legitimam invocando o argumento da restrição externa e a política de crescimento com poupança ou endividamento externo. Os economistas keynesianos e desenvolvimentistas são mais enfáticos em sua oposição à queda temporária dos salários que uma desvalorização causaria, enquanto os economistas liberais não veem nenhum problema com os déficits em conta-corrente. Os economistas liberais associados aos interesses dos capitalistas rentistas são muito mais enfáticos em se opor ao aumento temporário da inflação. A preocupação fundamental da coalizão de classes rentista–financista são as altas taxas de juros, e assim sua prioridade absoluta é o controle da inflação: para eles, nenhum compromisso é admissível entre inflação e nível da taxa de câmbio ou entre inflação e emprego, principalmente porque, dada a taxa de juros nominal, uma taxa de inflação menor significa uma taxa de juros real maior.

Vemos, portanto, que a taxa de câmbio é em grande parte determinada pela política de crescimento com poupança ou endividamento externo – com déficits em conta-corrente a serem financiados em moeda estrangeira, pela política complementar de nível alto de juros, e pela política de âncora cambial contra a inflação que nos é aconselhada pela teoria econômica tanto ortodoxa quanto heterodoxa.

Resumo

Vimos neste capítulo as três políticas econômicas habituais e perversas adotadas nos países em desenvolvimento que determinam a taxa de câmbio apreciando-a: a política de crescimento com poupança ou endividamento externo, a política parcialmente subsidiária à anterior de nível elevado de taxa básica de juros, e a política de âncora cambial para controlar a inflação. Demos ênfase especial à crítica da política de crescimento com poupança ou endividamento externo, porque os déficits em conta-corrente (ou poupança externa) financiados por empréstimos ou por investimentos diretos afinal não se somam à poupança interna, aumentando assim o investimento, como sugere o pensamento econômico dominante, mas substitui a poupança interna, resultando em aumento do consumo em lugar de aumento do investimento. A taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa depende da elasticidade da taxa de câmbio em relação ao déficit em conta-corrente. Quanto maior for essa

elasticidade, maior será a valorização da taxa de câmbio causada por um déficit em conta-corrente. Essa elasticidade varia de país para país e de um momento para outro, de acordo com as variáveis discutidas neste capítulo. Depende também da propensão marginal a consumir da população. Quanto maior for ela, maior será a taxa de substituição. A substituição acontece porque a decisão de adotar a política de crescimento com poupança ou endividamento externo faz com que a taxa de câmbio se aprecie, uma vez que para cada nível de déficit ou superávit em conta-corrente há uma taxa de câmbio correspondente; quanto maior o déficit em conta-corrente, mais apreciada será a taxa de câmbio.

A valorização da taxa de câmbio causa um aumento dos salários reais e do consumo, e, naturalmente, uma diminuição da poupança interna; causa também uma diminuição das oportunidades de investimento, uma redução dos investimentos decididos domesticamente e, portanto, uma redução da poupança interna.

A política de crescimento com poupança ou endividamento externo nem sempre é negativa, porque a taxa de substituição nem sempre é elevada. Quando o país cresce rapidamente e as oportunidades de investimento se tornam particularmente atraentes para as empresas, e mesmo para a classe média, a propensão a investir aumentará e a taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa cairá. Nesses episódios, a poupança externa tem um efeito positivo substancial sobre o investimento.

Os déficits em conta-corrente que são fundamentais na determinação da valorização no longo prazo da taxa de câmbio nos países em desenvolvimento que não neutralizam a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio não são apenas consequência da não neutralização da doença holandesa e da não rejeição das duas políticas habituais; não são apenas resultado da dificuldade dos economistas destes de rejeitar a política de crescimento com poupança ou endividamento externo; são também uma expressão da alta preferência pelo consumo imediato – da tentativa não apenas das elites de reproduzir os padrões de consumo do centro rico.

Questões

1. As variáveis com as quais os economistas trabalham são geralmente o comportamento dos agentes econômicos – os produtores, os consumidores, os investidores, os exportadores etc. – para fazerem suas previsões. Neste capítulo os autores usam o comportamento dos formuladores de políticas econômicas – as políticas habituais. É razoável fazer isto?
2. O que é a “poupança externa”? Qual sua relação com os déficits em conta-corrente, e com os empréstimos em moeda estrangeira e os investimentos diretos das multinacionais?
3. Por que a política de poupança externa aprecia a taxa de câmbio no longo prazo?

4. Por que contabilmente a poupança externa se soma à interna, mas, em termos econômicos, antes substitui a poupança interna do que se soma a ela, resultando em aumento de consumo, não de investimento?
5. Afinal, os empréstimos e investimentos diretos que financiam déficits em conta-corrente são essenciais para o desenvolvimento econômico, ou, antes, desnecessários senão prejudiciais, na medida em que apreciam o câmbio e desestimulam o investimento?
6. Qual a evidência empírica existente sobre a relação entre abertura da conta de capitais e crescimento econômico? A evidência empírica suporta a hipótese de que a abertura financeira estimula o crescimento econômico? Por quê?
7. Por que um nível elevado de taxa de juros causa a apreciação da taxa de câmbio no longo prazo?
8. Por que a política de âncora cambial para controlar a inflação aprecia a taxa de câmbio no longo prazo?
9. Essas três políticas habituais são necessárias, ou deveriam ser rejeitadas?
10. A existência de um regime de câmbio flutuante é suficiente para impedir a ocorrência de uma crise cambial induzida por um *sudden stop* dos fluxos de entrada de capitais externos? Por quê?
11. As evidências empíricas disponíveis para os países desenvolvidos e em desenvolvimento mostram que a taxa de investimento e o crescimento de longo prazo não guardam nenhuma relação direta com a “poupança externa”. Explique porque um aumento da poupança externa não conduz a um aumento do investimento e do crescimento de longo prazo. Qual o papel da substituição de poupanças e da taxa de câmbio nesse processo?

8

TENDÊNCIA À SOBREALORIZAÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO

Nos capítulos anteriores discutimos a determinação da taxa de câmbio; no Capítulo 5 mostramos que ela depende, no longo prazo, do *valor* da taxa de câmbio; no Capítulo 6, como depende da *doença holandesa*; e no Capítulo 7, como depende de políticas econômicas habituais e equivocadas nos países em desenvolvimento com o apoio das agências internacionais de crédito que apreciam a taxa de câmbio. Enquanto a doença holandesa só é responsável por apreciar a taxa de câmbio até o equilíbrio corrente, as duas políticas habituais são manifestações do populismo econômico e apreciam a taxa de câmbio adicionalmente, levando o país a déficits em conta-corrente crônicos e elevados. O resultado é a existência nos países em desenvolvimento de uma tendência histórica que é fundamental para a macroeconomia desenvolvimentista: a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio.

Keynes mostrou que nas economias capitalistas existe uma insuficiência crônica de demanda que limita as oportunidades de investimento e propôs políticas para neutralizar essa tendência. Sua teoria mudou a história da economia e da política econômica, porque refutou de maneira definitiva uma teoria tão “lógica” quanto irrealista – a teoria que a oferta cria sua própria procura, não podendo haver insuficiência de demanda e crises econômicas cíclicas. Mas nos países em desenvolvimento a previsão da macroeconomia keynesiana de que os investimentos ocorrerão e o pleno emprego será mantido desde que a política econômica garanta uma demanda agregada sustentada também não se revelou realista. Por uma razão muito simples; porque nesses países, devido à tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio, a taxa de câmbio pode permanecer sobrevalorizada no longo prazo, e, portanto, leva as empresas a considerar a taxa de câmbio corrente, sobrevalorizada, como a taxa de câmbio “normal” no país, e concluir que o investimento planejado não é econômico. Nessa situação, quando

realizam seus cálculos, elas logo percebem que suas margens de lucro serão reduzidas ou mesmo negativas, e não investirão, mesmo que contem com a tecnologia mais avançada do mundo no seu setor. Se a taxa de câmbio fosse apenas volátil, como supõe a teoria macroeconômica tanto ortodoxa quanto keynesiana, não haveria razão para a empresa não investir. Mas quando a taxa de câmbio pode estar apreciada no longo prazo, ela não garantirá às empresas tecnologicamente competentes *acesso* tanto ao mercado interno quanto ao mercado externo, e os investimentos, que são sempre uma decisão de médio prazo – o médio prazo correspondendo ao período em que a tendência da taxa de câmbio é mais importante em provocar decisões de investimento do que suas flutuações.

Uma boa teoria econômica é geralmente simples; ela estabelece relações simples entre as variáveis econômicas. Mas as novas teorias geralmente exigem tempo para serem compreendidas e aceitas, não apenas porque a teoria é nova, mas também porque seu pressuposto é novo. É isto o que acontece com tese central da macroeconomia desenvolvimentista de que a taxa de investimento depende da taxa de câmbio. Isto só é válido se abandonamos o pressuposto comum à teoria convencional sobre a taxa de câmbio de que ela é volátil, mas apenas no curto prazo; no longo prazo ela flutuaria em torno do equilíbrio. Se reconhecermos que esse pressuposto é falso, que a história econômica tem mostrado que a taxa de câmbio com frequência se mantém apreciada no longo prazo, compreenderemos que as empresas considerem a taxa de câmbio corrente como a taxa correta quando decidem sobre um novo investimento, não obstante essa seja uma taxa sobrevalorizada, uma taxa inferior, no longo prazo, ao equilíbrio industrial ou competitivo. E não nos será difícil perceber que entre os países em desenvolvimento existe uma tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio, ou seja, a taxa de câmbio de mercado tende a se comportar de maneira cíclica, desvalorizando-se abruptamente nas crises de balanço de pagamentos e depois se apreciando cronicamente até que nova crise e nova desvalorização abrupta encerre o ciclo.

Assim, quando dizemos que não basta que haja demanda sustentada para que haja desenvolvimento econômico acelerado e *catching up* ou alcançamento, que adicionalmente é necessário que as empresas tenham acesso a essa demanda, tanto no mercado externo quanto interno, estamos deduzindo esta afirmação da tendência histórica à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio. Elas carecem de acesso à demanda não por motivos institucionais (porque, por exemplo, o consumo de certos bens foi proibido no país), mas por uma razão econômica: porque a taxa de câmbio está frequentemente sobrevalorizada no longo prazo nos países em desenvolvimento. A taxa de câmbio garante ou bloqueia o acesso das empresas tanto ao mercado externo quanto ao interno. Por isso é aplicável a ela a metáfora do interruptor de luz. Se a taxa de câmbio permanecer cronicamente sobrevalorizada, empresas competentes, que usam tecnologia no estado da arte mundial, ficarão desconectadas de seus mercados; o acesso aos mercados para os quais elas foram projetadas e implantadas será negado; elas deixarão de ser competitivas não porque sejam ineficientes, não porque lhes falta

competitividade técnica, mas em virtude de um preço macroeconômico relevante fixado incorretamente pelo mercado.

Tendência à sobrevalorização

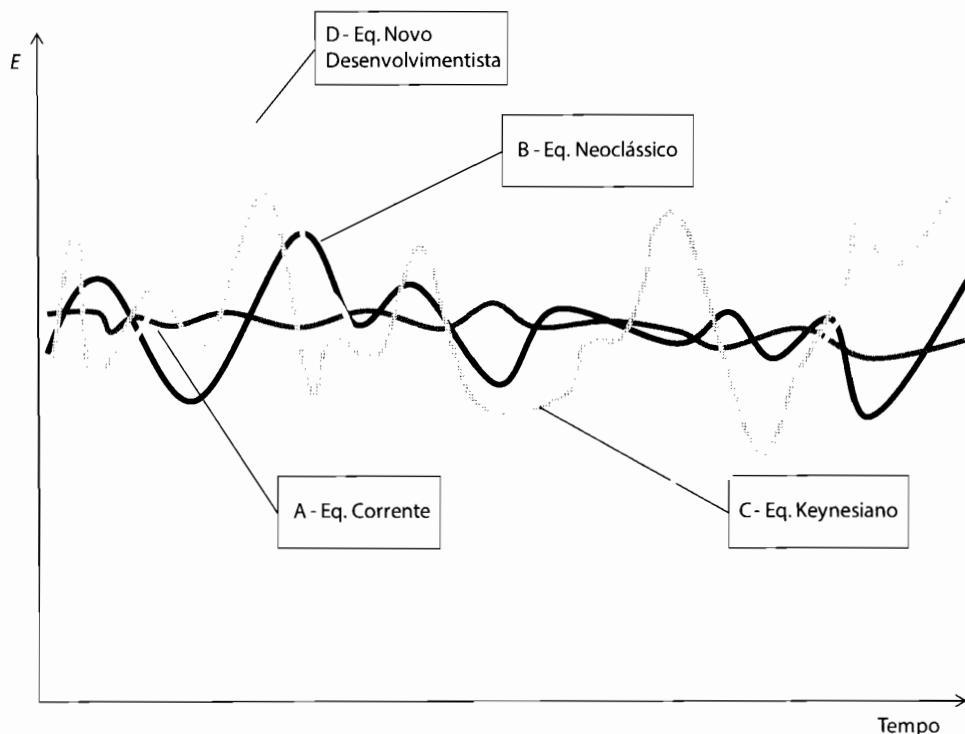
Quando dizemos que a taxa de câmbio é ciclicamente sobrevalorizada, queremos dizer que há uma tendência à sobrevalorização, mas que, obviamente, essa tendência é limitada; depois de algum tempo ela encontra um *piso*, um limite, a partir do qual não consegue mais se valorizar. Esse piso, no país que tem doença holandesa, é a taxa de câmbio que inviabiliza economicamente mesmo a produção e exportação das commodities que lhe dão origem, que representa prejuízo mesmo para as empresas mais eficientes que produzem essas commodities. A partir daí a taxa de câmbio de mercado permanece por algum tempo nesse nível ou um pouco acima dele – em um nível que está causando a diminuição das exportações do país e o aumento das importações. Dado o regime de taxas flutuantes que estou supondo em todo o livro, se as leis do mercado funcionassem nesse momento, a taxa de câmbio deveria começar a se depreciar, e não haveria a apreciação. Mas não é o que acontece. Seguindo a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio, ela se aprecia, entra na área de déficits em conta-corrente elevados e nela permanece por vários anos. A explicação para isto é a financeirização que caracteriza o capitalismo contemporâneo. A taxa de câmbio não permanece no equilíbrio corrente porque forma-se uma bolha de crédito.

Por vários anos a taxa de crescimento do déficit em conta-corrente em relação ao PIB é maior do que a taxa de crescimento das exportações em relação ao mesmo PIB. Em consequência, a relação dívida externa-PIB passa a aumentar gradualmente, o que cria uma instabilidade potencial. Essa instabilidade só se transforma em realidade quando os credores, que estavam eufóricos em financiar o país independentemente de sua capacidade de honrar sua dívida, começam a perder a confiança, dados os altos déficits em conta-corrente e o aumento da relação dívida externa-PIB. É nesse momento que o aumento da vulnerabilidade externa do país o força a adotar a política do *confidence building* – a política de aceitar as recomendações e pressões vindas dos países credores para que pratiquem determinadas reformas e ajustes econômicos que não necessariamente atendem a seus interesses nacionais. Finalmente, à medida que aumenta o endividamento em moeda estrangeira, a confiança dos credores quanta à capacidade do país de pagar suas dívidas diminui e, a partir de um certo momento, transforma-se em poucos dias em desconfiança, eles suspendem a rolagem da dívida do país, e uma crise financeira eclode e se expressa no socorro do FMI, em moratória geralmente “branca” (não declarada formalmente) e em forte e abrupta desvalorização da moeda nacional. Essa crise cambial ou “parada súbita” acontece porque se torna então óbvio para todos os credores que eles, de um lado, e as empresas do país devedor, de outro, estavam todos

envolvidos em um tipo de situação financeira que Hyman Minsky chamou de “finança Ponzi”, em que novas dívidas estavam sendo usadas para pagar não o principal, mas os juros da dívida existente.

Resumimos a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio e os três níveis de equilíbrio da taxa de câmbio no Gráfico 8.1.

Gráfico 8.1 A tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio de mercado



No Gráfico 8.1, E é a taxa de câmbio. A curva A corresponde ao nosso conhecido equilíbrio corrente – o nível ou valor da taxa de câmbio que, dados os termos de troca e os custos unitários relativos da mão de obra do país, equilibra intertemporalmente sua conta-corrente. Corresponde ao valor da taxa de câmbio em torno do qual a taxa de câmbio de mercado flutua não de forma bem comportada, mas segundo a forma cíclica que acabamos de resumir. As três curvas em torno dessa linha representam, respectivamente, o comportamento típico da taxa de câmbio de mercado segundo a teoria econômica neoclássica (curva B), a macroeconomia keynesiana (curva C) e a macroeconomia desenvolvimentista (curva D): a curva neoclássica flutua suavemente em torno do equilíbrio; a curva keynesiana segue um padrão volátil em torno do equilíbrio mas, como no caso da curva neoclássica, os desalinhamentos não apontam para nenhuma

direção em particular. Na verdade, nos países em desenvolvimento, a taxa de câmbio de mercado tem uma tendência à valorização e a respectiva curva segue uma trajetória cíclica, mostrada no Gráfico 8.1. Vemos pelo gráfico como essa curva se desvaloriza no momento de crise de balanço de pagamentos, quando o inevitável ajuste e a respectiva desvalorização cambial ocorrem, independentemente de ser a desvalorização causada pelo mercado, ou como uma exigência do FMI. Em seguida ela começa a se apreciar. Primeiro, puxada pela doença holandesa não neutralizada, ela se aprecia, atravessa o equilíbrio industrial e desce até o equilíbrio corrente, parando aí porque a doença holandesa é compatível com o equilíbrio intertemporal da taxa de câmbio. Mas as nossas duas políticas habituais operam então e a taxa de câmbio de mercado mergulha no déficit em conta-corrente, atravessa a linha do equilíbrio de dívida externa, e afinal chega a seu piso, passando então a flutuar um pouco acima dele. Nesse nível, o déficit em conta-corrente/PIB será maior do que a taxa de crescimento do PIB – o que significa que a dívida externa estará crescendo em relação ao PIB. Não obstante, os credores externos continuarão felizes, o que caracteriza a formação de uma bolha de crédito. Somente uma bolha de crédito – tão comum em finanças – pode explicar por que o regime de flutuação cambial não corrige o desalinhamento e traz a taxa de câmbio de volta ao equilíbrio corrente. Durante certo tempo os credores mantêm confiança na capacidade do país e de seu Estado reembolsar os empréstimos, embora essa confiança tenha deixado de ser racional. Na verdade, depois de um período de saúde financeira que se segue às crises financeiras (e a acentuada desvalorização que elas acarretam), o país agora experimenta fragilidade financeira – uma condição “especulativa” (nos termos de Minsky). Os credores continuam a confiar, mas não incondicionalmente. Agora o país devedor terá que jogar o jogo da “construção da confiança”; terá de seguir as políticas recomendadas por eles, sobretudo o aumento da taxa de juros e o ajuste fiscal, mas, como o déficit em conta-corrente continua alto porque a taxa de câmbio está sobrevalorizada, a relação da dívida externa do país continua a se deteriorar e, finalmente, seguindo o conhecido comportamento de manada, os credores externos perdem confiança, suspendem a rolagem da dívida, e uma nova crise de balanço de pagamentos ou crise financeira se materializa.

Assim, a trajetória da taxa de câmbio não é a suave flutuação em torno do equilíbrio que os economistas neoclássicos esperam, nem a volátil flutuação prevista pelos keynesianos, mas uma flutuação cíclica e crônica, que torna a taxa de câmbio de mercado sobrevalorizada no longo prazo e termina em uma crise de balanço de pagamentos. O comportamento de bolha impede a taxa de câmbio de mercado de flutuar suavemente em torno do equilíbrio. É uma crise de balanço de pagamentos em vez de um mercado bem-comportado, que determina o fim do ciclo. Mas não é apenas o mercado que deixa de fazer sua tarefa em razão do comportamento de bolha. Como vimos no Capítulo 7, determinadas políticas econômicas habituais, políticas que são geralmente adotadas pelos países em desenvolvimento independentemente de serem ortodoxas ou keynesianas,

são uma causa ativa do processo cíclico. Referimo-nos a políticas econômicas como o uso da taxa de câmbio como âncora para controlar a inflação. São políticas econômicas irresponsáveis, são manifestação de populismo cambial, isto é, são políticas determinadas pela preferência pelo consumo imediato que são causa de déficits em conta-corrente.

Observe-se que a sobrevalorização descrita no Gráfico 6.1 não é apenas cíclica; é também uma sobrevalorização crônica e não simétrica, ou seja, a taxa de câmbio está sobrevalorizada por um tempo muito maior do que o curto período após a crise financeira em que ela é depreciada.

Observe-se também que nesse modelo há uma relação direta entre a taxa de câmbio e o déficit ou o superávit em conta-corrente. Não podemos, entretanto, inferir uma relação de causa e efeito, porque, primeiro precisamos saber qual variável foi objeto de uma decisão de política econômica, ou seja, a variável que desempenhou o papel de variável independente. Suponhamos que a taxa de câmbio se apreciou e o déficit em conta-corrente do país aumentou. Se essa valorização resultou de um choque externo, ela foi endógena, e o aumento do déficit em conta-corrente é uma consequência da valorização. Mas quando o governo *decide* que o país pode e deve crescer com poupança e endividamento externo, está decidindo que vai ter um déficit em conta-corrente, e essa decisão então corresponde à variável exógena que causa a valorização. Ambas as situações terão efeitos sobre todo o sistema econômico, mas esta última, por ser uma decisão de política, tende a ser mais duradoura e, portanto, tem maior impacto sobre a estrutura produtiva da economia.

Observe-se finalmente no Gráfico 6.1 que as curvas do equilíbrio industrial e do equilíbrio corrente refletem o valor da taxa de câmbio, e como este varia de acordo com o índice comparativo do custo unitário do trabalho, elas também variarão segundo essa crise. Assim, se a produtividade do trabalho desse mesmo país aumentar menos do que a dos seus concorrentes, o equilíbrio industrial aumentará, e a doença holandesa se agravará. Foi o que aconteceu no Brasil nos últimos 25 anos em consequência do fato de o país ter deixado de neutralizar sua doença holandesa ao realizar sua abertura comercial em 1990-1991. Além de este grande erro ter tirado competitividade econômica das empresas industriais, provocando desindustrialização, levou as empresas a investir menos e a perder competitividade. Da mesma forma, se os salários na indústria de transformação de um país aumentarem mais do que os salários dos seus concorrentes, sua competitividade econômica cairá, mesmo que tenha mantido sua competitividade técnica intacta. Foi o que aconteceu com a França, por exemplo, em relação à Alemanha, a partir de 2003, quando os alemães fizeram um acordo social de não aumento de salários em troca de garantia de emprego.

É importante observar que as duas políticas habituais que causam a valorização das taxas de câmbio dos países em desenvolvimento são políticas geralmente adotadas pelos políticos locais com a aprovação e a pressão das instituições financeiras internacionais.

Como reconheceu Olivier Blanchard (2013: 2) em um artigo com um título sugestivo (*A política monetária nunca mais será a mesma*), a ortodoxia tradicionalmente apresentou três argumentos contra os ajustes da taxa de câmbio, isto é, desvalorizações: “O primeiro é que, na medida em que os tomadores domésticos tomaram emprestado em moeda estrangeira, a desvalorização tem efeitos adversos sobre os balanços e leva a uma diminuição da demanda interna que poderá mais do que compensar o aumento das exportações. O segundo é que muito da desvalorização nominal pode simplesmente se traduzir por maior inflação. O terceiro é que amplos movimentos na taxa de câmbio podem levar a distúrbios, tanto na economia real quanto nos mercados financeiros.” Mas ele acrescenta: “As evidências, entretanto, são de que os dois primeiros são muito menos relevantes do que foram em crises anteriores. Graças a medidas macroprudenciais, ao desenvolvimento do mercado de capitais em moeda local e à flexibilidade da taxa de câmbio e, assim, a uma melhor percepção do risco cambial pelos tomadores, a exposição em moeda estrangeira nos países com mercados emergentes é muito mais limitada do que foi em crises anteriores.”

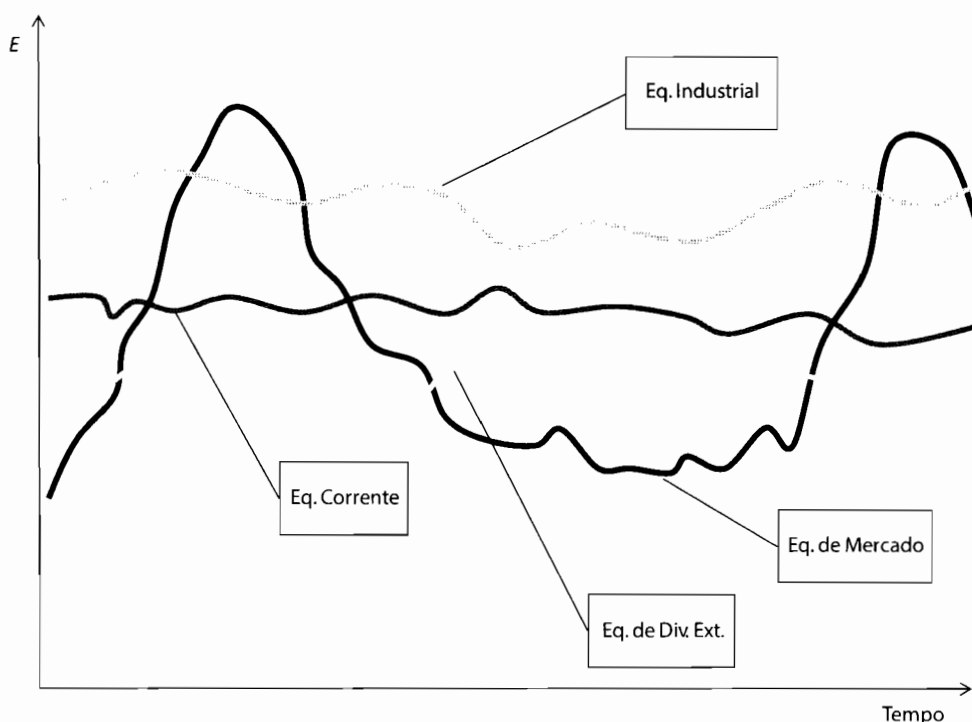
Mas a resistência às desvalorizações não provém apenas do lado liberal, mas também do lado desenvolvimentista. Quando enfatizamos a necessidade de neutralizar a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio, isto significa que estamos recomendando a curto prazo uma desvalorização da taxa de câmbio (o que não significa um choque) e, a longo prazo, a adoção de uma política cambial destinada a *manter* a taxa de câmbio de mercado flutuando em torno do equilíbrio industrial, a qual só pode ser um imposto sobre a exportação de commodities se for o caso de doença holandesa. Além da resistência dos economistas liberais, temos também a resistência dos economistas desenvolvimentistas. Eles reconhecem a incapacidade do mercado de manter a taxa de câmbio competitiva, mas geralmente hesitam em recomendar a desvalorização porque, no curto prazo, ela implica uma diminuição dos salários (na verdade, de todos os rendimentos) e um aumento da inflação. Discutimos esse problema ao longo deste livro.

Qual dos três equilíbrios para o valor da taxa de câmbio?

Além do equilíbrio corrente e o equilíbrio industrial, há um terceiro “equilíbrio” para a taxa de câmbio: a “taxa de câmbio de equilíbrio de dívida externa”. Esse é um falso equilíbrio, mas é o conceito adotado equivocadamente pela grande maioria dos economistas quando pensam em países em desenvolvimento. É a taxa de câmbio que, dada uma relação dívida externa-PIB considerada constante (digamos, 40%), corresponde a um déficit em conta-corrente que mantém essa relação constante. É a taxa de câmbio que os economistas convencionais geralmente *recomendam* aos países em desenvolvimento, porque é uma taxa que, a um só tempo, evita que o país caia em crise de balanço de

pagamentos e permite que ele adote a tão recomendada por eles política de crescimento com poupança ou endividamento externo, que, como já vimos, interessa muito mais aos países ricos do que aos países em desenvolvimento, para os quais é geralmente prejudicial. A “taxa de câmbio de equilíbrio fundamental”, de John Williamson e William R. Cline (2011), embora calculada de maneira mais sofisticada, corresponde basicamente à taxa de câmbio de equilíbrio de dívida externa. A prática, dos economistas e bancos centrais dos países em desenvolvimento de comparar o déficit em conta-corrente do país com a entrada de investimentos diretos que financiam esse déficit, e concluírem que a economia desse país está “em equilíbrio” quando os dois valores estão próximos é uma manifestação informal da existência e da importância da taxa de câmbio de equilíbrio de dívida externa.

Gráfico 8.2 Os três equilíbrios e a taxa de câmbio de mercado



Destes três equilíbrios creio já ter ficado claro que o único equilíbrio que obedece à lei fundamental da Teoria Econômica – à lei que afirma que uma empresa que usa tecnologia no estado da arte mundial deve ser competitiva – é o equilíbrio industrial. Que, portanto, é também o equilíbrio competitivo – o equilíbrio que o mercado não assegura, mas que a política cambial deve buscar. Uma política cambial que tenha uma

perna estrutural, capaz de neutralizar a doença holandesa, que tenha uma segunda perna de longo prazo, que consista na rejeição do populismo cambial e da preferência pelo consumo imediato que está embutido nas duas políticas habituais de valorização cambial, e que tenha uma terceira perna de curto prazo, na qual estejam incluídas as políticas cambiais de livro-texto (a política de juros e a de compra e venda de reservas) e o controle de capitais quando este for necessário.

Uma taxa de câmbio competitiva não significa que é uma taxa de câmbio “relativamente depreciada”; ao contrário, é uma taxa de equilíbrio, o equilíbrio de mercado entendido no sentido *forte* do conceito: há equilíbrio quando empresas eficientes geram lucro suficiente para continuar a investir. O conceito da taxa de câmbio de equilíbrio é importante, porque uma taxa de câmbio competitiva é fundamental para o crescimento econômico, na medida em que funciona como uma espécie de interruptor de luz que “liga” ou “desliga” as empresas tecnológica e administrativamente competentes em relação à demanda global. Uma taxa de câmbio é competitiva se estimular o investimento voltado para a exportação, evitar a competição desleal de empresas estrangeiras no mercado local e aumentar poupança interna proporcionalmente. Uma taxa de câmbio sobrevalorizada é uma taxa de câmbio que deixa de satisfazer a essas três condições.

O equilíbrio de dívida externa é mais facilmente identificado como o equilíbrio desejável para quem não entende ou não quer entender o que é a doença holandesa e acredita que os países em desenvolvimento devem crescer com poupança externa. O equilíbrio corrente é satisfatório para aqueles que rejeitam a política de crescimento com endividamento externo mas não reconhecem a doença holandesa. Finalmente, para quem reconhece tanto o problema da maldição dos recursos naturais quanto o da tentativa de crescer com poupança externa, só o equilíbrio industrial é satisfatório.

Vale lembrar que se o país conseguir neutralizar a doença holandesa mudando seu valor ou preço necessário do equilíbrio corrente para o equilíbrio industrial, tornando-os iguais, o país terá, por definição, um superávit em conta-corrente, uma vez que a neutralização envolve deslocar o valor da taxa de câmbio do equilíbrio corrente para o equilíbrio industrial que corresponde a superávit em conta-corrente. Isso significa que outros países incorrerão em déficits em conta-corrente – algo que não é um problema para os países ricos que se endividam em sua própria moeda. Mas, desses países, somente os Estados Unidos aceitaram déficits em conta-corrente sem protestar. Os outros países, principalmente a Alemanha e o Japão, e, em geral, a ortodoxia liberal resistem fortemente aos déficits. O comportamento criminoso da Alemanha em insistir em realizar grandes superávits em conta-corrente em relação a seus colegas da Zona do Euro é um bom exemplo dessa resistência e dessa falta de espírito de cooperação internacional.

A relação entre o déficit em conta-corrente e a taxa de câmbio é uma relação de dupla via, e tanto uma como a outra variável pode ser a variável independente. Geralmente acreditamos que há uma única direção na relação entre a taxa de câmbio e a conta-corrente: quando a taxa de câmbio se aprecia, o déficit em conta-corrente aumenta ou

o superávit em conta-corrente diminui. Mas podemos, e *devemos*, pensar também no outro lado da equação. Se o Estado adotar a política de crescimento com poupança ou endividamento externo, o resultante déficit em conta-corrente fará com que a taxa de câmbio se aprecie, em razão dos ingressos de capital. Se os déficits em conta-corrente resultarem da decisão de crescer com poupança e endividamento externo, eles serão a variável exógena que determina a valorização da taxa de câmbio. Por outro lado, se a valorização da taxa de câmbio for causada pela adoção dessa taxa como uma âncora contra a inflação, essa taxa será a variável independente, e o déficit em conta-corrente, a variável dependente.

Independentemente de qual seja a variável determinante e qual a determinada, relação entre a taxa de câmbio e o déficit em conta-corrente é uma relação muito forte. Quanto maior for o déficit em conta-corrente mais apreciada estará a taxa de câmbio e vice-versa. Mas isto não significa que a relação seja uma linha reta. Ela será uma linha *sinuosa*, porque, como já vimos, ela reflete o valor da moeda estrangeira, o qual depende do índice comparativo do custo unitário do trabalho – um índice que está sempre mudando.

Resumo

A taxa de câmbio é o mais estratégico dos preços macroeconômicos. Ela determina não apenas as importações e as exportações, mas também o investimento, a poupança, os salários, o consumo e a inflação. A presença nos países em desenvolvimento de uma tendência cíclica e crônica à sobrevalorização da taxa de câmbio torna-a ainda mais estratégica. Sua existência levanta o problema do acesso à demanda. A presença de demanda não é suficiente para garantir que as oportunidades de investimento existam e que o investimento aconteça: é necessário também ter acesso à demanda. A macroeconomia desenvolvimentista deste livro tenta se concentrar no problema desse acesso. Se não houvesse tendência à sobrevalorização, poderíamos ainda pensar que ou a taxa de câmbio flutua suavemente em torno do equilíbrio, como proposto pela teoria econômica neoclássica, ou de maneira volátil, como imaginado pela teoria econômica keynesiana. Na verdade, a volatilidade da taxa de câmbio é acompanhada de uma tendência; a valorização só é interrompida pela crise.

A tendência se expressa em ciclos de valorização, durante os quais uma bolha de crédito é inflada; quando a bolha finalmente explode temos uma nova crise de balanço de pagamentos ou crise financeira. As causas da sobrevalorização são tanto estruturais, como a doença holandesa não neutralizada, quanto relacionadas a políticas, como os ingressos excessivos de capital, a política de âncora cambial e a prática de juros elevados. As duas políticas implicam populismo cambial – o país e não apenas seu Estado passa a gastar mais do que arrecada de forma irresponsável. Todos esses fatores fazem com

que o preço de mercado da taxa de câmbio se desvie de seu valor. Este capítulo serve de introdução aos que se seguem e que discutem essas causas.

Questões

1. Explique o argumento segundo o qual a tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio pode impedir o acesso à demanda.
2. Por que ao invés de pensarmos em uma taxa de câmbio que oscila ao longo do tempo, podemos considerar que a taxa de câmbio pode apresentar um movimento de apreciação crônica ou de longo prazo? Quais são os motivos que levariam a esse comportamento da taxa de câmbio?
3. Explique o conceito de taxa de câmbio de equilíbrio da dívida externa, que os economistas geralmente recomendam. Ele se diferencia da taxa de câmbio competitiva ou de equilíbrio industrial que este livro recomenda?
4. O impacto da valorização cambial sobre o resultado em transações correntes é bastante conhecido. Mas e o impacto no sentido contrário é possível, isso é, pode o déficit em transações correntes resultar em valorização cambial? Em que situação?

9

INFLAÇÃO

A inflação é um problema macroeconômico que exige supervisão constante, mas há maneiras saudáveis e não saudáveis de controlá-la. Se for uma inflação puxada pela demanda (que é sua condição normal), as maneiras *saudáveis* de controlá-la nos países em desenvolvimento são (a) política fiscal e (b) a política de taxa de juros do Banco Central, a fim de mantê-la em um *nível* razoável (ligeiramente acima do nível internacional, uma vez que os ativos dos países em desenvolvimento embutem, em geral, maior risco do que os de países desenvolvidos). A maneira *perversa* ou não saudável de controlar a inflação é principalmente a utilização de uma âncora cambial pelo Banco Central, geralmente combinada com um alto nível de taxa de juros em torno do qual o Banco Central monitora sua política monetária, em lugar de administrar a taxa de juros para mantê-la ligeiramente acima do nível internacional. Neste capítulo, antes de discutir essas questões, diremos algumas palavras sobre a teoria da inflação.

Alguns comentários sobre a teoria da inflação

As teorias da inflação geralmente tentam explicar a *aceleração* da inflação, mas também é necessário levar em conta os fatores que *mantêm* um determinado nível de inflação. Tais fatores são essencialmente a indexação formal e informal da economia que provoca inflação inercial, e os fatores que *sancionam* a inflação, entre os quais a variável mais relevante é o aumento da oferta de dinheiro. A razão básica para a aceleração da inflação é o excesso de demanda, embora outros fatores possam ser considerados, como os aumentos monopolistas de preços, os aumentos salariais acima dos aumentos de produtividade em razão do poder dos sindicatos, a existência de gargalos do lado da oferta (especialmente em presença de uma economia fechada e de um mercado interno pouco desenvolvido) e a ocorrência de choques de oferta

que afetam a produtividade ou alteram os preços relevantes como os relacionados a alimentos, energia ou a taxa de câmbio.

O excesso de demanda geralmente explica a aceleração da inflação em situações normais onde a taxa de inflação é relativamente baixa e não há intenso conflito distributivo. Nesse caso, não temos de prestar atenção especial aos fatores que mantêm e sancionam a inflação. Mas quando a taxa de inflação e sua taxa de aceleração aumentam, o conflito distributivo se torna relevante para a explicação, porque a mudança substancial dos preços relativos gera perdas significativas para os agentes econômicos.

Como nos países latino-americanos a taxa de inflação é maior do que nos países desenvolvidos, a tradição estruturalista estabeleceu que a aceleração da inflação deriva de gargalos da oferta e, sobretudo, do conflito distributivo associado ao poder monopolista das empresas ou dos sindicatos. Os agentes econômicos sempre objetivam aumentar sua parcela na renda nacional, e a maneira menos dispendiosa e mais rápida de fazer isso, a curto prazo, é aumentando os preços dos bens e serviços que oferecem no mercado (inclusive os salários reais por parte dos trabalhadores). Isso seria impossível numa economia capitalista em que os agentes econômicos não tivessem nenhum poder de monopólio, mas nas economias capitalistas reais os agentes econômicos possuem esse poder, e quando o exercem a inflação se acelera. Como a estrutura produtiva é razoavelmente complexa e interconectada, os custos de produção também variam como resultado de tais aumentos de preços, e assim as margens de lucro flutuam entre os diferentes setores industriais ou categorias de trabalhadores que têm poder e o exercem sobre o mercado.

Essas flutuações das margens de lucro dos empresários e dos salários reais dos trabalhadores definem suas parcelas na renda. Quando as margens dos empresários garantem uma taxa de lucro relativamente equalizada e satisfatória para que continuem a investir, e quando os salários reais estão em nível aceitável para os trabalhadores, no qual os salários acompanham o ritmo da produtividade, o conflito distributivo entre as classes sociais (e dentro delas) é mitigado, porque os agentes econômicos estão relativamente satisfeitos com suas parcelas na renda. Certamente eles gostariam de ter parcelas maiores, mas um grande número de obstáculos os impede, tais como o grau de organização das classes sociais e a possível insuficiência da demanda agregada que resultaria de uma diminuição do investimento (quando a taxa de lucro cai abaixo do nível mínimo esperado pelos empresários) ou do consumo (quando os salários reais são fortemente reduzidos). Dadas essas restrições e o fato de os preços relativos poderem ser considerados razoavelmente equilibrados, haverá a atenuação do conflito distributivo, uma vez que tanto os salários quanto a margem de lucro são fatores preponderantes na determinação da parcela de renda atribuída a empresas e trabalhadores, e os preços são compostos precisamente de um custo unitário médio – tendo como um de seus principais componentes a remuneração do trabalho – e de uma margem de lucro sobre esse custo.

A inflação alta é geralmente explicada (a) pelo fator que *acelera* a inflação – a luta dos agentes econômicos para aumentar ou recuperar suas parcelas de renda; (b) pelo fator que *mantém* a inflação – a luta de todos os agentes para preservar suas parcelas de renda (assim mantendo o equilíbrio dos preços relativos) por meio de mecanismos de indexação para corrigir preços e salários; e (c) pelo fator que *sanciona* a inflação – o aumento endógeno da oferta de dinheiro pelo qual a economia mantém sua liquidez real, impedindo a inflação alta em curso de reduzir a quantidade real de dinheiro que é necessária para as transações econômicas. Esse é um fator que sanciona a inflação porque de outra forma a redução da quantidade real de dinheiro impediria o número total anterior de transações de ser compensado, e suprimiria fortemente a demanda agregada e a renda. Se a taxa da inflação inercial em curso for muito alta, o ajuste monetário necessário seria tão grande que a economia se protegeria dele desenvolvendo mecanismos como a criação endógena de dinheiro pelos bancos e pelo Estado.

Taxas de câmbio, inflação e salário real

É sabido que variações dos salários nominais superiores aos aumentos de produtividade são uma causa básica da aceleração ou desaceleração da inflação. Os custos unitários do trabalho aumentam, reduzindo a margem de lucro, e as empresas reagem aumentando seus preços. Isso pode ocorrer quando a demanda por mão de obra excede a oferta (causado por pressões da demanda agregada ou por uma disponibilidade de força de trabalho reduzida) ou quando os sindicatos têm poder monopolista. Mas quando a produtividade é constante e os preços aumentam à mesma taxa que os salários, o salário real se torna constante. Do mesmo modo, se a taxa de câmbio nominal também estiver crescendo à mesma taxa que a inflação doméstica, e a inflação externa for constante, a taxa de câmbio real também será constante. Assim, para manter a taxa de câmbio real estável em uma economia onde preços e salários são formal ou informalmente indexados, os aumentos dos salários nominais e da taxa de câmbio devem ser semelhantes, com base no pressuposto de que a produtividade e a inflação externa também são constantes. Por outro lado, tendo em vista que os salários são o preço-chave para os bens não comercializáveis, e se os preços e salários não estiverem totalmente indexados uns aos outros, a valorização da taxa de câmbio real (em razão de aumentos menores da taxa de câmbio nominal do que dos preços internos) implica uma queda nos preços dos bens comercializáveis e um aumento dos salários reais, enquanto a taxa de inflação declina. É por isso que a valorização da taxa de câmbio é tão atraente para os formuladores de políticas: ela realiza o “milagre” de aumentar os salários e reduzir a inflação ao mudar a relação entre os preços dos bens comercializáveis e não comercializáveis. Mas isso tem um preço: a queda no preço dos bens comercializáveis implica uma queda na taxa de lucro esperada e no investimento nos setores que produzem esses bens.

Para melhor entender a relação entre a taxa de câmbio, a inflação e o salário real, vamos considerar uma pequena economia aberta que produz um bem homogêneo, que serve tanto como um bem de consumo como um bem de investimento, usando mão de obra e insumos intermediários importados do exterior. As empresas que operam nessa economia têm o poder de formar preços, que são assim determinados por um *mark-up* (margem de lucro) sobre os custos diretos unitários de produção, como pode ser observado na equação (9.1):

$$p = (1 + z)[w a_1 + E p^* a_0] \quad (9.1)$$

onde p é o preço do bem doméstico, z é a taxa de *mark-up*, w é a taxa de salário nominal, E é a taxa de câmbio nominal, p^* é o preço do insumo importado na moeda do país de origem, a_0 é a parcela dos insumos importados, e a_1 é a parcela da mão de obra na produção. Assumimos que a produtividade do trabalho é constante a fim de explicar a relação que nos interessa, uma vez que as mudanças nos salários serão iguais às mudanças no custo unitário do trabalho nessa situação.

Presumimos que o bem final produzido pelas empresas na economia em questão é um substituto imperfeito dos bens finais produzidos no exterior, de forma que a abertura comercial não impõe a *lei do preço único* para os bens comercializáveis internacionalmente; ou seja, a paridade do poder de compra não se aplica. Entretanto, o poder monopolista das empresas domésticas é afetado pelo preço dos bens importados. Mais especificamente, a capacidade das empresas domésticas de determinar um preço acima dos custos diretos unitários de produção depende da taxa de câmbio real, que é definida como a relação entre o preço dos bens importados na moeda nacional e o preço dos bens domésticos na moeda nacional. Nesse cenário, uma desvalorização da taxa de câmbio real permite às empresas domésticas aumentarem o *mark-up* sobre os custos de produção de acordo com a diminuição da competitividade dos bens finais importados do exterior.¹

Consequentemente, podemos expressar o *mark-up* como uma função da taxa de câmbio real, como segue:

$$z = z_0 + z_1 e \quad (9.2)$$

onde $e = E p^* / p$ é a taxa de câmbio real.

¹ A depreciação da taxa de câmbio real também pressionará para cima o custo dos produtos intermediários importados, mas como esse custo é apenas uma pequena fração dos custos de produção, o preço (em moeda nacional) do bem final produzido domesticamente aumenta proporcionalmente menos do que o preço do bem final importado.

Dividindo a expressão (9.1) por p , temos:

$$1 = (1 + z)[Va_1 + ea_0] \quad (9.3)$$

A equação (9.3) apresenta o locus distributivo da economia em questão, ou seja, as combinações entre o salário real (V), a taxa de câmbio real (e) e a taxa de *mark-up* (z) para as quais o valor agregado produzido na economia é inteiramente apropriado na forma de salários e lucros. Devemos notar que, dados os coeficientes técnicos de produção (a_0 e a_1), há uma relação inversa entre o salário real e a taxa de câmbio real, ou seja, uma desvalorização da taxa de câmbio real é necessariamente seguida por uma redução do salário real porque permite um maior *mark-up*, o que significa que os preços aumentam mais rapidamente do que os salários.

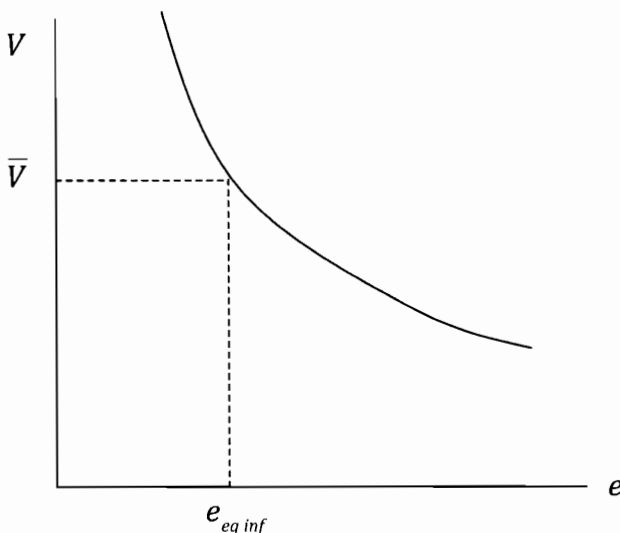
Substituindo (9.2) em (9.3) e diferenciando a expressão resultante com relação a V e e , temos:

$$\frac{\partial V}{\partial e} = - \left\{ \frac{a_0(1 + z_0) + z_1(a_1V + 2a_0e)}{a_1(1 + z_0) + z_1a_1e} \right\} < 0 \quad (9.4)$$

A equação (9.4) aponta para a existência de uma relação inversa entre a taxa de câmbio real e a taxa de salário real, dados os coeficientes técnicos de produção.

A relação entre a taxa de câmbio real e o salário real é ilustrada no Gráfico 9.1.

Gráfico 9.1 O locus salário real-taxa de câmbio real



Onde: V é a taxa de salário real, e é a taxa de câmbio real, $eeq\ inf$ é a taxa de câmbio real de equilíbrio inflacionário e \bar{V} é a meta de salário real.

Nesse cenário, presumimos que os trabalhadores, organizados em sindicatos, têm uma meta de salário real igual a \bar{V} .² Essa meta de salário real define um valor para a taxa de câmbio real que é compatível com uma taxa de inflação estável, que chamaremos de $eeq\ inf$. Se o Estado tentar forçar uma desvalorização da taxa de câmbio real, de modo a promover um alinhamento entre a taxa de câmbio de equilíbrio corrente e a taxa de câmbio de equilíbrio industrial, a conseqüente queda no salário real levará os sindicatos a exigirem aumentos do salário nominal. Tais aumentos serão transferidos para os preços dos bens, uma vez que as empresas relutam em aceitar uma diminuição de suas margens de lucro. Assim, haverá um aumento da taxa de inflação.³ Em razão da aceleração da inflação, os sindicatos exigirão novos aumentos salariais, sobretudo se os contratos de trabalho estiverem indexados à inflação passada, produzindo assim uma espiral de preços e salários que acabará levando à hiperinflação.

A validade deste raciocínio pode ser atestada por um simples modelo matemático. Consideremos uma economia onde a taxa de aumento dos salários nominais é determinada de acordo com esta equação:

$$\dot{w}_t = \alpha_0(\bar{V} - V_t) + \dot{p}_{t-1} \quad (9.5)$$

onde \dot{w}_t é a taxa de variação do salário nominal no período t , e \dot{p}_{t-1} é a taxa de inflação do período anterior.

A taxa de inflação será uma média ponderada entre a taxa de variação dos salários nominais e a taxa de desvalorização da taxa de câmbio nominal, pois o custo unitário de produção das empresas, segundo a equação (9.1), depende tanto do salário nominal como da taxa de câmbio nominal.⁴ Assim, temos:

$$\dot{p}_t = \alpha_1 \dot{w}_t + (1 - \alpha_1) \dot{E}_t \quad (9.6)$$

onde \dot{E}_t é a taxa de variação da taxa de câmbio nominal.

² Não é necessário pressupor que a meta de salário real dos sindicatos seja constante ao longo do tempo. De fato, podemos admitir que a meta de salário real aumenta de período para período de acordo com os aumentos de produtividade. Conseqüentemente, a meta de salário real no período t pode ser escrita como $\bar{V}_t = (1 + g)\bar{V}_{t-1}$, onde g é a taxa de crescimento da produtividade do trabalho. Se o salário real aumentar à mesma taxa que a produtividade, o custo unitário real da mão de obra permanecerá constante.

³ O aumento de preços não acontecerá somente se a variação da produtividade do trabalho for igual ou maior do que a variação do salário nominal.

⁴ Na prática, as empresas consideram que o custo unitário do trabalho – salários nominais divididos pela produtividade do trabalho – determina os preços e não apenas os salários. Portanto, essa é a variável relevante para calcular a taxa de inflação. Em nossas equações de preço consideramos a produtividade como sendo constante, para ajudar a compreender a relação entre os salários reais, a inflação e a taxa de câmbio.

A variação da taxa de câmbio real pode ser expressa pela seguinte equação:

$$\dot{e}_t = \dot{E}_t + \dot{p}_t^* - \dot{p}_t \quad (9.7)$$

onde \dot{p}_t^* é a taxa de inflação externa.

Finalmente, presumiremos que o Estado adotará uma política de administração da taxa de câmbio real de modo a produzir um ajuste gradual da taxa de câmbio ao nível do equilíbrio industrial (e_{ei}) por meio de desvalorizações consecutivas e controladas da taxa de câmbio nominal. Desse modo, temos:

$$\dot{e}_t = \alpha_2(e_{ei} - e) \quad (9.8)$$

Após algumas operações algébricas, chegamos à seguinte expressão:

$$\dot{p}_t = \dot{p}_{t-1} + \alpha_0(\bar{V} - V) + \left[\left(\frac{\alpha_2}{\alpha_1} \right) (1 - \alpha_1) \right] (e_{ei} - e) \quad (9.9)^5$$

A equação (9.9) mostra que a taxa de inflação corrente depende da taxa de inflação do período anterior (inércia inflacionária), do desalinhamento salarial e da magnitude da sobrevalorização da taxa de câmbio real (uma vez que a meta para a taxa de câmbio real é o nível industrial).

Se os sindicatos se opuserem à redução dos salários reais, ou seja, se o fenômeno da *resistência do salário real* prevalecer, então $V = \bar{V}$ e a expressão (9.9) se transforma em:

$$\dot{p}_t = \dot{p}_{t-1} + \left[\left(\frac{\alpha_2}{\alpha_1} \right) (1 - \alpha_1) \right] (e_{ei} - e) \quad (9.10)$$

Na equação (9.10) podemos observar que, em um contexto de resistência do salário real, a sobrevalorização da taxa de câmbio real ($e_{ei} > e$) resultará numa contínua aceleração da taxa de inflação ($\dot{p}_t > \dot{p}_{t-1}$) se o Estado decidir tentar eliminar a sobrevalorização da taxa de câmbio real por meio de consecutivas desvalorizações da taxa de câmbio nominal. A razão é que a redução dos salários reais induzida pela desvalorização da taxa de câmbio levará os sindicatos a exigirem aumentos dos salários nominais acima da inflação do período anterior. A fim de proteger suas margens de lucro, as empresas transferirão os aumentos salariais para os preços, acelerando a inflação. A taxa de câmbio real não será desvalorizada, pois a inflação também aumentará. A única maneira de fazer a taxa de câmbio real flutuar em torno do equilíbrio industrial (a meta cambial informal) é controlar os aumentos de salários nominais para mantê-los abaixo

⁵ Para fins de simplificação, estamos também assumindo que $\dot{p}_t^* = 0$.

das variações da taxa de câmbio nominal. Para conseguir isso é necessário concluir um acordo com os sindicatos ou reduzir a demanda de empregos durante um breve período.⁶

Assim, para que a inflação continue constante ao longo do tempo e a taxa de câmbio real seja desvalorizada, os trabalhadores precisam estar dispostos a aceitar a redução do salário real que é necessária para o ajuste da taxa de câmbio real. Na verdade, se fizermos $\dot{p}_t = \dot{p}_{t-1}$ na equação (9.9), chegaremos à seguinte expressão:

$$V = \bar{V} + \frac{\alpha_2}{\alpha_0 \alpha_1} (1 - \alpha_1)(e_{ei} - e) \quad (9.11)$$

Na equação (9.11) observamos, em primeiro lugar, que o outro lado da moeda do fenômeno da sobrevalorização da taxa de câmbio ($e_{ei} > e$) é uma sobrevalorização do salário real, isto é, $V > \bar{V}$. Em outras palavras, uma taxa de câmbio real apreciada até o nível do equilíbrio industrial gera uma taxa de salário real artificialmente elevada, ou seja, um salário real que é elevado com relação à meta salarial que seria compatível com o equilíbrio industrial. Em segundo lugar, observamos que a eliminação da sobrevalorização da taxa de câmbio implica a conseqüente supressão da sobrevalorização do salário real, isto é, uma redução do salário real para o nível \bar{V} .

Expectativas racionais e inflação

Há uma ampla literatura econômica sobre a teoria geral da inflação e não há necessidade de reexaminá-la aqui. Entretanto, é necessário salientar que, na década de 1980, um período de hegemonia da macroeconomia monetarista, prevalecia a ideia de que a inflação era um fenômeno exclusivamente monetário e que, para controlá-la, bastava controlar a oferta de dinheiro. Essa ortodoxia, que se manifestou inicialmente nas universidades norte-americanas, alcançou mais tarde os bancos centrais. Porém, como as políticas baseadas na manipulação dos agregados monetários para controlar a inflação falharam repetidamente, os bancos centrais as abandonaram e começaram pragmaticamente a adotar uma política de metas de inflação. O pensamento econômico dominante, percebendo que havia sido relegado ou descartado pelos responsáveis pelos bancos centrais, reagiu com o que foi chamado de Novo Consenso Macroeconômico, que considerava a política de metas de inflação adotada pelos bancos centrais como basicamente correta e lhe dava a embalagem teórica das expectativas racionais.

⁶ A alternativa seria um aumento da produtividade semelhante à variação nominal da taxa de câmbio: nesse caso, os salários poderiam crescer à mesma taxa que a taxa de câmbio nominal e, a fim de manter a margem de lucro constante, os preços aumentariam incorporando a inflação passada. Mas a produtividade demora muito para melhorar e as empresas subirão seus preços antes disso.

Sob o regime de metas de inflação, os Estados e seus bancos centrais estabelecem um nível de inflação que tentam atingir por meio de uma combinação de política fiscal e política de taxa de juros. Esta prática foi formalizada por meio de uma regra simples – a “regra de Taylor” – uma função de reação que correlaciona a meta de inflação com a inflação corrente e, dada a utilização da capacidade ou o hiato do produto, estima a taxa de juros que trará a inflação para baixo até o nível da meta.

$$r = r_e + 0,5 (\pi_t - \pi^*) + 0,5 y \quad (9.12)$$

onde r é a taxa de juros de curto prazo, r_e é a taxa de juros de equilíbrio que mantém a taxa de inflação na meta, π_t é a taxa de inflação corrente, π^* é a meta de inflação do Banco Central e y é o hiato do produto.

Embora essa regra, originalmente formulada por John Taylor (1993), seja uma simples formalização histórico-dedutiva de como os bancos centrais agem em relação à meta de inflação, e não uma dedução oriunda do *homo economicus*, como seria coerente de acordo com uma abordagem plenamente neoclássica, a política de metas de inflação foi logo cooptada pelas diferentes correntes da macroeconomia neoclássica das expectativas racionais, através da subordinação da política monetária ao princípio da “discrecionariade restrita”. Com base nesse princípio, a política monetária seria idealmente capaz de lidar com os choques de inflação, permitindo aos bancos centrais reagirem a recessões inesperadas mudando adequadamente as taxas de juros de curto prazo sem perder credibilidade. Os bancos centrais agiriam, assim, ajustando a taxa de juros para minimizar as flutuações do produto e de acordo com sua trajetória de longo prazo em conformidade com regras predefinidas. A liberdade dos bancos centrais de produzir “surpresas inflacionárias” era assim reduzida.

A matriz neoclássica do debate sobre os regimes de meta de inflação baseia-se tradicionalmente na literatura sobre “regras *versus* discrecionariade” dentro de uma economia monetária. Uma vasta literatura surgiu após a disputa da década de 1970 entre discrecionariade e regras, jogando monetaristas neoclássicos contra os keynesianos. A noção que prevalecia no pensamento dominante era de que uma política monetária bem-sucedida deve ser disciplinada e transparente e também transmitir credibilidade, de modo a demonstrar um rígido compromisso com a austeridade – uma conduta que os bancos centrais devem observar à luz do problema conhecido como “inconsistência temporal” e do viés inflacionário de vários elementos da política econômica. No nível teórico, esse tipo de comportamento pelos bancos centrais é validado por modelos de “reputação e credibilidade”, em que se alega que o Banco Central minimiza a função de perda decorrente da compensação entre inflação e desemprego (ambos podem gerar perdas para a sociedade) e pratica com os agentes econômicos um jogo adequado, adotando políticas e respondendo às reações dos agentes econômicos.

A confiança é uma qualidade moral fundamental para a vida social. Mas a credibilidade não pode ser conquistada apenas combinando as boas reputações do governo e dos dirigentes do Banco Central com planos de estabilização que são considerados coerentes ou racionais de um ponto de vista econômico, como presumido pela teoria das expectativas racionais. Na verdade, a credibilidade do governo ou do Banco Central não é suficiente; é também necessário que cada agente esteja convencido de que os outros agentes econômicos também se comportarão de acordo com o que foi definido como “racional”. Agora, não há maneira fácil de fazer isso, porque todos os agentes estão envolvidos em um conflito distributivo que a inflação acentua; estão todos tentando manter (não necessariamente aumentar) suas parcelas de renda, e nada é mais racional do que isso.

Neste livro, não estamos interessados em debater e criticar essa tentativa de encontrar o equilíbrio neoclássico perfeito através de virtudes morais clássicas como transparência e credibilidade. Economistas pós-keynesianos como Paul Davidson, Jan Kregel e Philip Arestis já fizeram a crítica dessa teoria, no caso da inflação relativamente baixa existente nos países desenvolvidos. Em lugar disso, neste capítulo limitamo-nos a discutir como as políticas destinadas a controlar a inflação (que hoje em dia são geralmente identificadas com as metas de inflação) desempenham um papel direto ou indireto na geração da tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio. Neste livro, o que é relevante é entender como, na prática, os bancos centrais dos países em desenvolvimento (que adotam a política de metas de inflação e a teoria que lhe é subjacente) terminam fazendo com que a moeda nacional se aprecie, seja porque utilizam o recurso perverso da âncora cambial para atingir a meta, seja porque estabelecem um alto nível de taxa de juros para atrair o capital estrangeiro, o que também provoca a valorização da taxa de câmbio.

Resumo

A taxa de câmbio tende a se apreciar nos países em desenvolvimento e a levá-los a um déficit em conta-corrente, crescente endividamento externo e, em última instância, crise financeira, por várias razões. Em primeiro lugar, a maioria dos países em desenvolvimento não neutraliza a doença holandesa (da qual quase todos eles sofrem).⁷ Em segundo lugar, a taxa de juros tende a ser maior do que nos países desenvolvidos, não apenas porque os rentistas e financistas são poderosos politicamente e influenciam a política monetária, mas também porque há uma relativa escassez de capital nos países

⁷ Mesmo quando um país em desenvolvimento não exporta commodities que refletem abundantes recursos naturais, como acontece com muitos países asiáticos, ele tem mão de obra barata e uma ampla variação entre salários e ordenados e, portanto, poderia ser incluído entre as vítimas do conceito ampliado da doença holandesa.

em desenvolvimento, a qual geralmente aumenta muito quando a inflação está subindo e reduz-se timidamente quando o surto de inflação termina. Em terceiro lugar, a política de âncora cambial é adotada para controlar a inflação. Em quarto lugar, os investidores financeiros externos aproveitam-se da tendência à valorização da moeda, combinada com altas taxas de juros, para aplicar a estratégia do *carry trade*. Em quinto lugar, quase todos os chefes de Estado sucumbem ao populismo cambial, em diferentes graus.

Neste capítulo, após uma breve referência à teoria da inflação, à relação entre salários reais, inflação e taxa de câmbio, à política de metas de inflação e ao Novo Consenso neoclássico, analisamos a relação entre a taxa de juros e a prioridade excessiva dada ao controle da inflação. Discutimos os argumentos que costumam ser apresentados para justificar os altos níveis da taxa de juros. O primeiro argumento – de que as taxas de juros devem ser altas para atrair capital – tem um efeito direto sobre a valorização da moeda. O segundo é que uma alta taxa de juros é necessária para combater a inflação – um argumento que não faz distinção entre o nível da taxa de juros (que é crucial) e suas variações definidas pela política monetária do Banco Central. O terceiro é que uma baixa taxa de juros implica “repressão financeira”. O único argumento razoável é o quarto: na verdade, na presença de irresponsabilidade fiscal e de um nível muito alto de endividamento público, a taxa de juros tenderá a ser elevada.

A adoção de todas essas políticas ou não políticas que provocam a crônica sobrevalorização da taxa de câmbio revela, por parte de um grande número de formuladores de políticas, independentemente de serem liberais ou desenvolvimentistas, uma alta preferência pelo consumo imediato, na medida em que um nível mais depreciado de taxa de câmbio, que atinja o nível do equilíbrio industrial, reduzirá salários e consumo no curto prazo.

Questões

1. Distinga os fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação. Qual deles origina o processo inflacionário?
2. Por que há, no curto prazo, uma relação inversa entre taxa real de câmbio e salários reais? Essa relação pode se transformar em positiva no longo prazo? Por quê?
3. Usando o arcabouço teórico das expectativas racionais, explique quais seriam os problemas que podem ocorrer quando o governo decide anunciar uma meta de inflação mais reduzida.

10

CRISES DO BALANÇO DE PAGAMENTOS

A taxa de câmbio é o mais estratégico e também o mais perigoso preço macroeconômico. Como um notável economista brasileiro, o saudoso Mario Henrique Simonsen, costumava dizer: “A inflação aleija, o câmbio mata.” Como vimos nos capítulos anteriores, os Estados dos países em desenvolvimento não neutralizam a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio, mas antes agravam-na com suas políticas econômicas. O efeito mais grave disso são as crises financeiras que marcam o fim do ciclo de endividamento. O capitalismo é basicamente um sistema econômico instável. Nesse sentido, a Grande Depressão dos anos 1930 foi uma grande fonte de aprendizado social. Nos anos 1930, John Maynard Keynes e Michael Kalecki desenvolveram novas teorias que explicavam melhor como trabalhar com os sistemas econômicos e tornaram a política econômica muito mais eficaz na estabilização dos ciclos econômicos, enquanto sábios observadores alertavam os economistas e políticos para os perigos dos mercados sem controle. Da mesma forma, John Kenneth Galbraith publicou em 1954 seu livro sobre a Grande Depressão, *The Great Crash 1929 (1929 - O Colapso da Bolsa)*; e em 1978 Charles Kindleberger publicou a primeira edição de sua notável pesquisa histórica das crises, *Da Euforia ao Pânico - Uma História das Crises Financeiras*. Com base no que aprenderam com a Grande Depressão, os Estados construíram instituições, em particular bancos centrais e desenvolveram competentes sistemas regulatórios nos níveis nacional e internacional (Bretton Woods) para controlar o crédito e evitar crises financeiras ou reduzir sua intensidade e alcance.

Por outro lado, desde o início da década de 1970 Hyman Minsky tinha desenvolvido a teoria keynesiana fundamental que conecta as finanças, a incerteza e as crises. Antes de Minsky, a literatura sobre os ciclos econômicos focalizava o lado real ou da produção – as inconsistências entre demanda e oferta. Mesmo Keynes fez isso. Assim,

quando Minsky (1975: 128) identificou a fragilidade financeira como o agente das crises, e a associou ao conceito keynesiano de incerteza, ele deu um passo decisivo para a compreensão dos ciclos econômicos. Para ele, “a diferença essencial entre a teoria econômica keynesiana e a teoria econômica clássica e neoclássica é a importância atribuída à incerteza”. A crescente instabilidade do sistema financeiro é consequência de um processo de crescente autonomia dos instrumentos financeiros e de crédito em relação ao lado real da economia, tanto a produção como o comércio. Em seu estudo *Financial instability revisited (Instabilidade financeira revisitada)*, Minsky (1972) mostrou que as crises financeiras são endógenas ao sistema capitalista e que grandes crises econômicas estiveram sempre associadas a crises *financeiras* igualmente endógenas; a crise financeira é um momento particular do ciclo e pode ser a causa imediata da reversão ou recuperação cíclica.

Minsky (1986) argumenta que o endividamento e a fragilidade financeira tendem a se agravar durante a fase de expansão, mas isso não significa que o problema fundamental – a fragilidade financeira – derive unicamente do endividamento, porque os prazos limites de pagamento podem ser abrandados durante a fase de expansão, dando origem a condições de crédito financeiro cada vez mais frágeis, mesmo se o nível de endividamento pouco mudou. Com o aumento da fragilidade financeira, o devedor vai da situação de finança *hedge* para finança “especulativa” e finalmente para a finança “Ponzi”. Na situação *hedge*, o devedor preserva plena liquidez e solvência; em outras palavras, os encargos financeiros (juros e amortização) podem ser pagos a partir dos lucros resultantes do investimento financiado. Na situação especulativa, a liquidez do devedor está em dúvida, porque ele agora carece da capacidade-reembolsar todas as suas dívidas no vencimento e começa a contar com a rolagem da dívida por seus credores. Finalmente, a situação Ponzi é uma situação de insolvência: o devedor carece de recursos mesmo para pagar os juros sobre suas dívidas. O mesmo raciocínio se aplica a instituições financeiras, mas é mais difícil determinar em qual das três situações está um banco, porque sua solvência não depende apenas da relação empréstimos-capital, mas sobretudo da qualidade de seus empréstimos, isto é, da medida em que as empresas e indivíduos a quem ele emprestou estão em uma situação de finança *hedge* ou Ponzi, informação que estes têm o maior cuidado em ocultar. Finança Ponzi é um conceito-chave no pensamento de Hyman Minsky, porque para ele os mercados financeiros desregulados tendem de modo endógeno a se encaminharem para essa situação.

Minsky disse que as crises financeiras eram essencialmente crises de endividamento excessivo, mas a experiência histórica mostra que as crises financeiras podem derivar de um descasamento de moedas, mesmo quando o endividamento total não é excessivo. Minsky analisou as crises financeiras nos Estados Unidos e em outros países ricos que têm moedas fortes. Ele pensava, assim, em termos de crises *bancárias*. E foi a origem da crítica da financeirização, que nos anos 1990 seria realizada por François Chesnais (1994) e, depois, por muitos outros, e seria a causa fundamental da crise

financeira global de 2008. Nos países em desenvolvimento as crises financeiras são também associadas à financeirização, mas não são crises bancárias, não têm origem nos bancos nacionais que emprestaram demais, mas crises de balanço de pagamentos que são causadas pelo endividamento excessivo do Estado e principalmente das empresas em moeda estrangeira. São crises associadas ao endividamento em moeda estrangeira, enquanto as crises financeiras nos países ricos são crises de endividamento na moeda do país. A financeirização está presente porque a sobreapreciação de longo prazo que ocorre nesses países só pode ser explicada por uma bolha de crédito – pelo fato de que os credores externos estão felizes com os elevados juros que estão recebendo, ou as empresas multinacionais, com as elevadas remessas de lucros que estão realizando, e continuam a transferir capital para o país no mesmo ritmo, não obstante o déficit em conta-corrente esteja alto e a dívida externa, aumentando. As crises seguem a lógica analisada por Minsky e são geralmente associadas à formação de bolhas de crédito e bolhas de ativos especulativos. As crises bancárias podem acontecer tanto em países ricos como nos países em desenvolvimento; mas as crises de balanço de pagamentos são, em princípio, limitadas aos países em desenvolvimento, porque eles se endividam em moeda estrangeira – uma moeda que, em contraste com a moeda nacional, não podem nem emitir nem desvalorizar – as duas defesas a que um devedor soberano pode recorrer quando está endividado em sua própria moeda. Se não dolarizaram suas economias, os devedores soberanos em moeda estrangeira podem apenas recorrer à desvalorização de seu próprio dinheiro.¹

Economistas ortodoxos sustentam que as crises financeiras ocorrem somente em países que adotaram o regime de câmbio fixo. Elas não ocorreriam sob um regime de flutuação cambial porque, se o país carecer de dólares e perder crédito externo, a moeda nacional gradualmente se depreciará, o que restaurará o equilíbrio dos ingressos e saídas de dólares. Mas a experiência dos países que deixaram suas taxas de câmbio flutuarem livremente contradiz essa tese. O crédito dos países ou a confiança dos credores não acabam gradualmente, mas de modo relativamente súbito depois que uma *bolha de crédito* manteve por um tempo relativamente longo a taxa de câmbio sobrevalorizada. As *bolhas de crédito*, como todas as bolhas, crescem porque as expectativas dos credores de auferirem altos rendimentos de juros são confirmadas, na medida em

¹ Crises do balanço de pagamentos também ocorreram nos países desenvolvidos da Zona do Euro em 2010 e 2011, porque nesses países a taxa de câmbio implícita ou interna havia se apreciado durante os 10 anos anteriores contra o euro alemão, pelo fato de que seus custos unitários de mão de obra aumentaram em relação aos da Alemanha. Ao criarem o euro, eles equivocadamente estabeleceram para si mesmos uma *moeda estrangeira* e se tornaram vulneráveis ao tipo de crise financeira que é característica dos países em desenvolvimento. Como o Banco Central Europeu pode emitir dinheiro, ele ofereceu garantias para a dívida soberana dos países e a crise financeira foi superada, mas a crise econômica continuou porque o desequilíbrio das taxas internas de câmbio ou dos custos unitários de mão de obra não poderia ser corrigido pela depreciação da taxa de câmbio. Dada essa restrição, os países endividados escolheram, em vez disso, programas de austeridade, com o objetivo de reduzir os salários reais por meio da recessão e do desemprego.

que financiam os pagamentos dos juros e criam uma situação de finança Ponzi. Mas, como também acontece com todas as bolhas, quando elas explodem há uma súbita suspensão do crédito.

As crises de balanço de pagamentos são geralmente consequência de déficits em conta-corrente e da acumulação de dívida externa que, depois de atingir certo nível crítico, levam os credores externos a subitamente suspenderem o financiamento externo de um determinado país. Essas são as “paradas súbitas”. Os déficits em conta-corrente são seguidos de uma elevada e crescente dívida externa, mas a parada súbita pode também ocorrer quando a dívida externa não é tão alta mas o déficit em conta-corrente está crescendo rapidamente e, do ponto de vista dos credores, perigosamente.² Quando o déficit em conta-corrente afeta a capacidade de um país de satisfazer as condições de solvência e liquidez, a crise eclode. A restrição de liquidez está relacionada à capacidade de curto prazo do país de honrar suas obrigações correntes, enquanto se presume que, a médio prazo, ele será capaz de pagá-las; mas a restrição da solvência exige que o valor presente dos pagamentos futuros seja suficiente para resgatar o atual estoque de dívida. Quando um país fica insolvente, isso indica que ele se tornou seriamente endividado e que não conseguirá superar o problema sem primeiro sofrer uma crise financeira. A partir dessas duas definições, podemos ver que a solvência é um problema estrutural associado a uma situação de finança Ponzi, enquanto a liquidez se refere a circunstâncias econômicas e está associada à situação especulativa. A incapacidade de atender para qualquer uma das duas restrições leva à crise financeira, mas a crise será mais profunda no caso da solvência e exigirá uma “reestruturação” da dívida, ou seja, uma prorrogação dos prazos limites e um desconto.

Quando há uma crise de balanço de pagamentos, o país em desenvolvimento se vê repentinamente incapaz de satisfazer suas obrigações de dívida porque as instituições financeiras dos países ricos, tendo patrocinado uma bolha de crédito para o país, perdem confiança em sua capacidade-pagamento e suspendem a rolagem da dívida. Nos anos 1990 e no início dos anos 2000, no contexto do Consenso de Washington, as crises financeiras nos países em desenvolvimento tornaram-se muito mais frequentes e graves. Todos esses países, antes da crise, significativamente apresentavam elevados e repetidos déficits em conta-corrente na medida em que esperavam crescer com poupança e endividamento externo. Desse modo, as crises foram causadas por irresponsabilidade cambial, às vezes (*não* sempre) combinada com irresponsabilidade fiscal. Mas essa não é a história que a teoria neoclássica ensina.

² Foi isso que aconteceu, por exemplo, durante a crise asiática de 1997. Os quatro países afetados não tinham grandes dívidas externas, mas seus déficits em conta-corrente estavam crescendo perigosamente.

Explicações neoclássicas

Os modelos neoclássicos de crises de balanço de pagamentos podem ser divididos em três diferentes “gerações”, começando com o modelo Krugman (1979), que explicava a crise por referência à inconsistência entre as variáveis que determinam a taxa de câmbio e o valor determinado pelas autoridades monetárias do país. Entre essas variáveis, salientava-se o elevado déficit público: a política fiscal seria incompatível com a paridade da taxa de câmbio.³ Os modelos de segunda geração, como os de Obstfeld (1986, 1994), tentavam demonstrar que as crises cambiais não podem ser identificadas ou previstas unicamente por indicadores macroeconômicos. As profecias autorrealizáveis, por exemplo, poderiam ser parte da explicação. Num cenário de inflação acelerada causada pelas políticas fiscais expansionistas, os credores poderiam prever o abandono da paridade cambial para manter o país crescendo, e assim ajudariam a fazer cumprir a profecia. Finalmente, os modelos de terceira geração (KRUGMAN, 1998) recorriam ao argumento do “excedente financeiro” ou, simplesmente, de excesso de financiamento (em última instância, a causa de todas as crises financeiras). Nesse caso, a crise seria principalmente uma crise do sistema bancário. O processo começa com grandes ingressos de capital que aumentam a capacidade de emprestar dos bancos domésticos, que, por sua vez, adotam práticas de alto risco de concessão de empréstimos. Não criticamos esses modelos, exceto pelo fato de não levarem em conta a causa crucial da valorização da taxa de câmbio, dos altos déficits em conta-corrente e do aumento da relação endividamento externo-PIB: a política de crescimento com poupança ou endividamento externo.

O pressuposto-chave comum a tais modelos é de que os bancos locais estão sujeitos ao “risco moral”: eles têm poucos incentivos para adotar políticas de empréstimo mais prudentes porque pressupõem que mesmo os empréstimos de alto risco estarão garantidos contra o “default” pelas autoridades locais, que não hesitarão em socorrer os bancos se eles estiverem em perigo. Em outras palavras, eles – especialmente os grandes bancos – pressupõem que “são grandes demais para falir” – o grande problema que os reguladores vêm tentando resolver após a crise financeira global de 2008, até agora sem sucesso. É por isso que esses modelos fazem parte de um cenário de bolhas financeiras e risco moral, somado a políticas fiscais frouxas ou irresponsáveis que prevaleceriam nos países em desenvolvimento. As bolhas especulativas e as crises financeiras seriam principalmente causadas pela irresponsabilidade fiscal dos governos e pela baixa qualidade dos empréstimos concedidos pelos bancos, e explicariam as crises bancárias.

Esses modelos superestimam tanto o papel dos déficits públicos como causadores das crises financeiras nos países em desenvolvimento quanto a importância do

³ Entre os inúmeros estudos que testaram esse modelo estão os de Flood e Garber (1984), Ötoker e Pazarbasioglu (1995) e, no Brasil, Miranda (2006).

pressuposto de que seus políticos são essencialmente populistas, e ao mesmo tempo subestimam o papel dos déficits em conta-corrente e ignoram sua causa principal: a política de crescimento com poupança ou endividamento externo. As crises são vistas como tendo origem nos bancos, não no balanço de pagamentos, embora as crises financeiras sejam diferentes nos países em desenvolvimento porque a dívida externa é denominada em moeda estrangeira. Evidentemente ambas as crises podem aparecer juntas. Uma taxa de câmbio apreciada num contexto de capital altamente volátil é associada a grandes ingressos de capital, pelos quais as empresas se endividam em moeda estrangeira, com os bancos locais agindo como intermediários. Quando a crise de balanço de pagamentos eclode, a crise do sistema bancário tende a eclodir simultaneamente, na medida em que as empresas não conseguem reembolsar suas dívidas para com os bancos, que perderam a capacidade de rolá-las em razão da suspensão do crédito internacional. E uma crise fiscal tende também a se seguir (não a preceder) à crise de balanço de pagamentos, porque o Estado socorre os bancos, incorrendo assim elevados custos fiscais.

Em todos esses modelos o déficit em conta-corrente é entendido como consequência do déficit público, com base no pressuposto (que não é confirmado pelos fatos) de que (a) a taxa de câmbio está em equilíbrio e, conseqüentemente, (b) as finanças do setor privado estão equilibradas – as duas condições para que a hipótese dos déficits gêmeos se sustente. De acordo com essa hipótese, os formuladores de políticas devem se preocupar apenas com os desequilíbrios do setor público. Em outras palavras, de acordo com os modelos, decisões intertemporais ideais sobre poupança e investimentos tomadas de maneira descentralizada darão origem a um equilíbrio igualmente ideal na conta-corrente, compatível com uma taxa de câmbio intertemporalmente equilibrada e, assim, o setor privado estará sempre em equilíbrio. Se a conta-corrente mostrar um déficit, esse déficit também será ideal, porque é resultado de decisões racionais maximizadoras por parte dos agentes econômicos. Nessa narrativa, o bandido é o Estado que costuma ser acusado de populismo ou de irresponsabilidade fiscal.

De acordo com a maneira neoclássica de pensar, não há razão para imaginar que o Estado teria informações melhores acerca de quanto os agentes privados deveriam poupar e investir do que esses próprios agentes. Esse raciocínio não se aplicaria apenas em relação ao Estado e ao déficit público: enquanto o setor privado poderia se endividar sem ameaçar a economia nacional, o mesmo não aconteceria com relação ao setor público, porque não podemos presumir a racionalidade dos agentes públicos. Corden (1994: 78) resume essa visão como segue:

Segue-se que um aumento do déficit em conta-corrente que decorre de uma mudança no comportamento do setor privado não deveria ser, de modo algum, motivo de preocupação. Por outro lado, o equilíbrio do orçamento público é motivo de preocupação da política pública e o foco deve se concentrar nisso...

É verdade que os políticos são às vezes culpados de populismo, mas em países de renda média, eles são cada vez menos pródigos. Eles aprenderam as consequências eleitorais do mau comportamento fiscal. Por outro lado, não há razão para presumir que o setor privado esteja sempre em equilíbrio. Como vemos também nos países ricos, a sobrevalorização da taxa de câmbio costuma estar associada ao endividamento excessivo das famílias e/ou das empresas. Quando há um déficit em conta-corrente e o setor público está equilibrado, a taxa de câmbio estará apreciada, e a razão será o gasto excessivo do setor privado. Enquanto a imprensa e a oposição política são capazes de controlar permanentemente os políticos gastadores, somente o de mercado poderia, teoricamente, controlar os indivíduos e empresas gastadores, mas sabemos bem como é limitado o poder do mercado quando os bancos e outras instituições financeiras estão prontos para financiar suas despesas. Por outro lado, a ortodoxia liberal recomenda que os países em desenvolvimento controlem os déficits públicos, enquanto aceita os déficits em conta-corrente. Se o país em desenvolvimento seguir a recomendação, seu setor privado ficará desequilibrado e a taxa de câmbio, sobrevalorizada.

De acordo com essa abordagem neoclássica, nossa teoria não teria nenhum sentido, uma vez que sustentamos que a adoção da política de crescimento com poupança ou endividamento externo ou de déficits deliberados em conta-corrente é a causa primária das crises financeiras nos países em desenvolvimento. Somente seriam reprováveis os déficits em conta-corrente de “má qualidade”, mas eles seriam consequência do desequilíbrio fiscal e do fato de que os Estados nacionais ignoram o risco moral envolvido em sustentar bancos e empresas a qualquer preço. Políticas macroeconômicas derivaram de tais modelos. Em 1981, quando o déficit em conta-corrente no Chile atingiu 14% do PIB, um alto funcionário do FMI afirmou que não havia razão para preocupação, uma vez que as contas públicas estavam sob controle e a poupança interna estava crescendo (ROBISCHEK, 1981). Meses depois, o Chile sofreu uma grave crise de balanço de pagamentos e desvalorizou fortemente sua moeda. Alguns anos depois, a “doutrina Lawson”, assim chamada a partir de Nigel Lawson, ministro da Fazenda britânico de 1983-1989, passou a fazer parte da ortodoxia macroeconômica neoclássica. Segundo essa doutrina, os déficits privados não eram motivo de preocupação, porque o mercado automaticamente os equilibraria; as crises financeiras teriam sempre origem nos desequilíbrios fiscais do setor público.

Embora a doutrina Lawson não seja uma teoria, ela reúne os vários argumentos teóricos que combinam a hipótese dos déficits gêmeos com a abordagem intertemporal da conta-corrente, ignorando que as contas do setor privado podem estar desequilibradas e as contas públicas, equilibradas. Não surpreende, portanto, que no início da década de 1990 o FMI, que anteriormente havia demonstrado prudência em relação aos déficits em conta-corrente, tenha recomendado que os países em desenvolvimento abrissem suas contas financeiras e adotassem a política de crescimento com poupança ou endividamento externo. Enquanto as políticas ortodoxas acertadamente rejeitavam

o populismo fiscal (o Estado gastar mais do que arrecada e incorrer déficits públicos irresponsáveis), elas agora não faziam objeção ao populismo cambial (o Estado-nação gastar mais do que auferir e incorrer déficits em conta-corrente).⁴

O México é um bom exemplo da aplicação dessa doutrina. No período 1992–1994, o déficit em conta-corrente médio representava quase 7% do PIB. Entretanto, segundo dados do Banco Central do México, durante esse período as finanças públicas do país estavam equilibradas, apesar de o país ter sofrido uma crise de balanço de pagamentos no período. O mesmo aconteceu na crise financeira de 1997 em quatro países asiáticos (Tailândia, Indonésia, Malásia e Coreia do Sul). Antes da crise todos tinham seus déficits públicos sob controle, mas o setor privado incorreu déficits em conta-corrente elevados ao financiar investimentos em imóveis. E o mesmo aconteceu com a Itália, a Espanha e a Irlanda antes da crise do euro de 2010; seus déficits públicos estavam sob controle, abaixo do teto de 3% do PIB, mas nos 10 anos anteriores suas contas-correntes apresentaram grandes déficits, aos quais a Comissão Europeia e o Banco Central Europeu não deram atenção.

Em resumo, a explicação neoclássica das crises financeiras nos países em desenvolvimento identifica os déficits públicos como sua causa principal e ignora os perigos dos déficits em conta-corrente. Usa o conceito dos déficits gêmeos para afirmar que, uma vez que o déficit público esteja sob controle, o déficit em conta-corrente deve ser automaticamente controlado, porque o mercado garante o equilíbrio intertemporal da conta-corrente: a conta-corrente estará permanente e razoavelmente equilibrada desde que o regime de flutuação cambial prevaleça. Entretanto, quando examinamos os anos neoliberais, observamos que muitos países enfrentaram grandes crises de balanço de pagamentos apesar de apresentarem orçamentos fiscais razoavelmente equilibrados; a única explicação foram os excessivos gastos privados e uma moeda nacional sobrevalorizada.

Poupança externa e crises financeiras

Entendemos que as crises financeiras nos países em desenvolvimento derivam principalmente da política de crescimento com poupança ou endividamento externo e do uso da taxa de câmbio como âncora para alcançar as metas de inflação ou, em outras palavras, elas são consequência do populismo cambial. A crise de balanço de pagamentos eclode nesses países quando os credores externos perdem confiança e decidem suspender a rolagem das dívidas pública e privada, que são denominadas em moeda estrangeira. Essa decisão é condicionada pelo retorno esperado $E(R)$ das operações de

⁴ Os formuladores de políticas liberal-ortodoxos reviram em parte essa posição depois da crise financeira global de 2008.

crédito. Quando o retorno se torna negativo, o fluxo do financiamento é interrompido. O credor avalia a probabilidade de receber de volta seus empréstimos. Vamos chamar de P essa probabilidade de sucesso, de R o retorno esperado, de K o valor emprestado e de i a taxa de juros. E_e é a taxa nominal de câmbio esperada (a moeda no país de destino dos recursos / a moeda no país de origem dos recursos) no final do empréstimo, e E é a taxa de câmbio nominal à época da concessão de empréstimo, que podemos escrever de modo simplificado:⁵

$$E(R) = P[K(1+i) - (E_e - E)] - K(1+i^*) \quad (10.1)$$

onde i^* é a taxa de juros internacional e representa o custo de oportunidade do credor. Ao tomar sua decisão, o credor leva em conta a taxa de juros, a variação da taxa de câmbio e a probabilidade de sucesso (ou de “default” pelos tomadores). Dado um diferencial de juros positivo $[(1+i) - (E_e - E)] - (1+i^*) > 0$, a probabilidade P determinará o sinal do retorno esperado do credor. A probabilidade P depende das condições de liquidez e solvência do país. Essas condições – ou a percepção delas – podem se deteriorar rapidamente de modo a gerar um retorno esperado negativo. A crise surge quando nem a restrição da liquidez nem a restrição da solvência são mais satisfeitas. A taxa de câmbio esperada também influenciará a decisão dos credores externos: quando surge a probabilidade de “default”, as saídas de capital aumentam e os juros ou lucros do investidor, que são realizados em moeda local, caem na moeda do investidor. Assim, ele tentará evitar essa perda, interrompendo o ingresso e antecipando a saída; esse comportamento contribui para uma súbita desvalorização da moeda e para a eclosão de uma crise de balanço de pagamentos ou crise cambial.

Quando um país adota a política de crescimento com poupança ou endividamento externo, ele registra déficits em conta-corrente elevados e contínuos que terão efeitos negativos tanto sobre a restrição da liquidez como sobre a restrição da solvência. Como vimos, o processo de crescente endividamento externo leva a uma alta taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa, seguida de fragilidade financeira externa; e, finalmente, se o Estado não intervier com uma combinação de políticas monetárias, cambiais e fiscais, o alto nível de endividamento em moeda estrangeira e/ou déficits elevados em conta-corrente levarão o país a uma crise financeira.

Nossa explicação para uma crise de balanço de pagamentos é, portanto, relativamente simples: ela resulta da política de crescimento com poupança ou endividamento externo, isto é, da política de crescer recorrendo ao financiamento externo, sob a forma de empréstimos. Em cada país, o excessivo gasto público e o déficit público poderão contribuir para o déficit em conta-corrente, mas não necessariamente, porque os déficits gêmeos nem sempre acontecem. Sempre que a taxa de câmbio estiver sobrevalorizada,

⁵ A taxa de recuperação, isto é, a parcela do empréstimo que é recuperada após o “default”, é ignorada aqui.

haverá um déficit em conta-corrente sem um déficit público. Isso acontecerá porque a taxa de câmbio sobrevalorizada estimulará o setor privado a importar e a financiar suas importações com financiamento externo. Conseqüentemente, a conta-corrente poderá se tornar negativa, ao passo que as contas fiscais poderão permanecer positivas ou, pelo menos, sob controle. Caso as contas públicas estejam equilibradas, a causa do déficit em conta-corrente será o excesso de gastos do setor privado – um evento que os economistas neoclássicos raramente levaram em conta. A crise financeira será acompanhada de uma crise do sistema bancário, quando o sistema bancário faz a mediação entre os recursos externos e o setor privado doméstico. Conseqüentemente, os bancos locais serão pressionados pelos credores externos a reembolsar os empréstimos que levantaram no exterior para financiar as empresas domésticas e o consumo das famílias, o que levará os bancos a suspenderem a rolagem de seus empréstimos para o setor privado doméstico – empréstimos que o setor privado não consegue reembolsar. Isso dará origem a falências no setor privado doméstico, com correspondente perda de ativos no setor bancário. Como os grandes bancos são “grandes demais para falir”, como ficou muito claro na crise financeira global de 2008, o Estado será forçado a socorrer o sistema bancário. E, finalmente, como o Estado é o emprestador de última instância, embora suas finanças estivessem originalmente equilibradas ele também se encaminhará para o déficit (fiscal).

A restrição de solvência intertemporal num país é semelhante àquela enfrentada pelas empresas quando tomam empréstimos. Os credores avaliarão a solvência intertemporal do país, da mesma forma que fazem ao conceder empréstimos para as empresas. Eles avaliarão a capacidade do país de reembolsar os empréstimos e determinarão o valor presente potencial do fluxo de caixa gerado pelos investimentos financiados (definidos como ativos operacionais). Uma empresa é insolvente quando esse valor presente não é suficiente para satisfazer seu passivo, inclusive empréstimos.

Quando transferimos esse raciocínio para a avaliação da solvência externa de um país, a medida mais adequada de sua capacidade-reembolsar é o valor presente da capacidade de transferência de recursos, calculado em vista do superávit que se origina da balança comercial e dos serviços não fatores. Pode ser expresso como segue:

$$(1+i)D_{s-1} = \sum_{s=t}^{\infty} \left[\frac{1}{1+i} \right]^{s-t} TLR_s \quad (10.2)$$

Assim, o superávit desse país corresponde ao fluxo de caixa operacional gerado por uma empresa. A situação de insolvência é a situação-limite na qual o valor presente das transferências (TLR) é insuficiente para liquidar o estoque da dívida (D) existente naquele momento.

Mas o conceito de solvência intertemporal no sentido estrito não é muito útil para os credores, porque existem inúmeras trajetórias que garantem a solvência intertemporal de um país. Devemos ter em mente, portanto, as possíveis trajetórias que os credores

geralmente exigem dos devedores para manter a rolagem da dívida. Como o saudoso Mario Henrique Simonsen costumava dizer, os credores convencionalmente usam a relação entre dívida externa e exportações (D/X) para controlar a solvência. Um país estará numa situação confortável se essa relação estiver abaixo de 2, numa situação incerta se estiver entre 2 e 4, e numa situação crítica se a relação estiver acima de 4. Essas são regras práticas, mas são amplamente aceitas. Consequentemente, o importante é saber como a política de crescimento com poupança ou endividamento externo afeta essa relação. Afeta negativamente a relação D/X porque o déficit em conta-corrente é compatível com uma taxa de câmbio mais apreciada do que a taxa que equilibra a conta-corrente, de tal forma que, se o déficit em conta-corrente aumentar e a dívida crescer mais rapidamente que as exportações, essa relação aumentará.

A segunda restrição financeira – a restrição de liquidez – pode ser definida como a discrepância entre a dívida externa de curto prazo do país e suas reservas internacionais (a diferença corresponde ao passivo externo líquido). Se essa relação for menor do que 1, então o país terá um baixo nível de liquidez, estando portanto exposto a crises financeiras em razão das profecias autorrealizáveis. Outra maneira de defini-la, dada a acumulação de déficits em conta-corrente, é por referência à inconsistência entre os dólares potenciais que se considera como estando no passivo das instituições financeiras locais (IFs locais) e as reservas internacionais. De acordo com essa abordagem, os bancos locais e o Banco Central podem levar o país de uma situação *hedge* para uma situação especulativa como consequência da política de crescimento com poupança ou endividamento externo.⁶

As hipóteses acima são subjacentes à afirmação de que a restrição de liquidez pode acarretar (a) uma taxa de câmbio flutuante que, no entanto, não responde rapidamente às variações do mercado;⁷ e (b) crises de balanço de pagamentos. Além disso, temos de levar em conta a conhecida equação de arbitragem na qual a taxa de lucro esperada ou retorno sobre o investimento (r) é igual à taxa de juros internacional (rf), que é o custo do financiamento mais a esperada desvalorização da moeda local (d) mais o prêmio de risco (p):

$$r = rf + d + p. \quad (10.3)$$

Dadas essas hipóteses, podemos avaliar o impacto da política de crescimento com poupança ou endividamento externo sobre a liquidez. Segundo Neftci (2002), o

⁶ Os conceitos de “hedge”, “especulativo” e “Ponzi” usados aqui são de Hyman Minsky (1986). Uma instituição financeira é considerada “hedge” se seu passivo é pequeno em relação às vendas ou exportações, e especulativa se a instituição se torna dependente da boa vontade dos credores. A situação Ponzi é uma situação de insolvência.

⁷ Ao incluir essa condição, estamos rejeitando as alternativas convencionais “fixo *versus* flutuante” porque na verdade essa escolha não existe empiricamente. Os países sempre administram suas taxas de câmbio, embora em diferentes graus. Além disso, a experiência mostra que um regime flutuante não evita as crises de balanço de pagamentos.

processo de endividamento, juntamente com a valorização da taxa de câmbio, coincide com a fase inicial do ciclo de liquidez. Começando com as IFs locais,⁸ a abertura financeira aumenta a taxa de introdução de inovações financeiras e a oferta de “produtos” diferenciados para os capitalistas rentistas. A eliminação das barreiras aos fluxos de capital permite às IFs locais captarem recursos em moeda estrangeira forte que são vendidos para o Banco Central, a contrapartida sendo investida em títulos e valores mobiliários e/ou gerando ativos contra o setor privado.

Do ponto de vista do risco sistêmico, o aumento da dívida não afeta substancialmente os valores inicialmente levantados ou a estrutura dos ativos consolidados das IFs locais e do Banco Central. No entanto, como os retornos estimulam a entrada de novas instituições no mercado, os balanços das IFs locais costumam exibir características especulativas. Para entender por que isso acontece, devemos considerar a evolução do balanço do Banco Central, na medida em que ingressos de capital muito acima daqueles necessários para financiar os crescentes déficits em conta-corrente tornam possível acumular reservas internacionais e dar uma falsa impressão de menor vulnerabilidade externa. A acumulação de reservas pode ser acompanhada de um aumento da oferta monetária, dependendo do grau de esterilização implementado pela autoridade monetária. Quando a oferta monetária aumenta, o argumento neoclássico é de que a queda da taxa de juros tornará o país menos atraente para os credores externos e os ingressos de capital se reduzirão. Esse é um típico pressuposto da “hipótese dos mercados eficientes”. O que realmente acontece é que o aumento do risco sistêmico – o prêmio de risco conforme definido acima – tende a crescer, estimulando a continuação do processo de financiamento, na verdade, a criação de uma bolha de crédito. Mas os credores externos monitoram o aumento da relação da dívida e, num certo momento, perdem a confiança e erguem a bandeira vermelha. A partir daí, os empréstimos financiam apenas os reembolsos da dívida, isto é, os ingressos líquidos de capitais se interrompem, e a fase eufórica do ciclo chega ao fim. Como há um déficit em conta-corrente a ser financiado, cria-se uma discrepância entre as obrigações externas assumidas pelas IFs e as reservas. Em outras palavras, os balanços das IFs exibem agora tipicamente características especulativas.

Seria razoável supor que o Banco Central pudesse de algum modo intervir no mercado. Mas a fragilidade financeira dos bancos, cujos ativos incluirão agora principalmente empréstimos de liquidação duvidosa decorrentes de créditos especulativos, imporá restrições às ações do Banco Central. Essa é a clássica armadilha do “grande demais para falir”. Por outro lado, a economia nacional estará experimentando uma expansão. Assim, embora os credores externos compreendam os incentivos e restrições enfrentados pelo Banco Central, eles também estão infectados pela euforia existente. Além disso, estarão ganhando com as altas taxas de juros e com a constante valorização

⁸ Usamos indiferentemente as expressões “IFs locais” e “bancos locais”.

da moeda do país endividado, de tal forma que suas apostas serão profecias autorrealizáveis: seus empréstimos, ou em outras palavras os ingressos de capital, apreciarão a moeda local, validando a aposta financeira. Consequentemente, a moeda local muito provavelmente continuará a se apreciar ou, pelo menos, permanecerá sobrevalorizada durante muito tempo – o que significa que a dívida externa continuará a crescer até que a confiança dos credores se esgote e eles ergam a bandeira vermelha (como observado anteriormente), e então a economia entrará em crise.

Embora os credores estejam sujeitos ao “comportamento de manada”, mudando juntos suas visões em momentos de crise, a crise geralmente demora alguns meses para se materializar. O primeiro sinal da crise é o fato de que o ingresso líquido de recursos externos não é mais suficiente para financiar o déficit em conta-corrente, e as reservas externas começam a encolher, regular mas discretamente. Para o Banco Central, uma queda nas reservas cambiais significa um rebaixamento do crédito do país, uma vez que se acreditava anteriormente que os empréstimos externos ao país estivessem garantidos por um crescente estoque de reservas internacionais. Agora, em vista da reversão do estado de espírito do mercado financeiro, o fluxo de dinheiro potencialmente necessário para financiar o passivo crescente existente nos balanços dos bancos locais ultrapassa o valor das reservas em moeda estrangeira no Banco Central. A decisão de um único credor de vender parcial ou integralmente sua posição é suficiente para desencadear o comportamento de manada, que mais tarde desencadeará a crise – uma crise cujas causas estão diretamente ligadas à política de crescimento com poupança ou endividamento externo e às restrições de liquidez e de solvência externa.

Política fiscal e keynesianismo vulgar

Neste capítulo criticamos os modelos ortodoxos de crise de balanço de pagamentos que explicam essas crises com déficits públicos elevados, e argumentamos que eles são antes devidos à não neutralização da tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio que a faz apreciada no longo prazo e leva o país à perda abrupta de confiança dos credores internacionais e à crise. Explicamos, portanto, a crise em termos de irresponsabilidade cambial, em vez de as explicarmos em termos de irresponsabilidade fiscal. Isto, entretanto, não significa que não possa haver as duas irresponsabilidades conjuntamente, e que ambas causem a valorização cambial e, afinal, a crise cambial. Significa, porém, que geralmente é a incapacidade dos países de neutralizar a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio que leva à crise cambial, a qual, em seguida, pode causar uma crise fiscal, na medida em que o Estado foi obrigado a socorrer os bancos durante a crise cambial que será também uma crise bancária.

A tese dos déficits gêmeos só é válida quando a taxa de câmbio está razoavelmente equilibrada. Neste caso, os déficits ou superávits públicos serão acompanhados por

déficits ou superávits em conta-corrente – o que é razoável porque despesa pública elevada além de causar déficit público, pode também causar aumento das importações e déficit em conta-corrente. Ora, já vimos nos capítulos anteriores que, quando o país neutraliza sua doença holandesa, e, mais amplamente, quando ele neutraliza a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio, ele terá necessariamente um superávit em conta-corrente. Esta já é uma conclusão surpreendente, mas dela deriva outra conclusão surpreendente. O país deverá apresentar também um superávit público, ou, pelo menos, o equilíbrio em sua conta-corrente. Uma política fiscal envolvendo altos déficits públicos é sinal de política fiscal irresponsável, além de ser incompatível com os superávits em conta-corrente que o país em desenvolvimento geralmente deve ter para ter uma taxa de câmbio competitiva, flutuando em torno do equilíbrio industrial.

Pode parecer surpreendente que, sendo economistas pós-keynesianos, tenhamos chegado à conclusão de que os déficits públicos elevados e crônicos não são normalmente bem-vindos. Há um entendimento muito difundido que economistas keynesianos defendem sempre uma política fiscal expansionista, enquanto economistas ortodoxos ou neoclássicos defendem austeridade fiscal. Mas essa é uma simplificação inaceitável. Os bons economistas keynesianos entendem que a situação normal é aquela em que a dívida pública é moderada e constante em relação ao PIB, e, por isso, não aceitam déficits públicos crônicos e elevados. Uma política fiscal expansionista só é legítima se for contracíclica, ou, em outras palavras, ela só é necessária quando a economia está em recessão. Keynes realizou uma revolução na teoria econômica ao mostrar que há uma tendência à insuficiência de demanda, que se expressa em desemprego e recessão, e que nesses momentos é o investimento que determina a poupança e não o contrário como a intuição sugere. Mas é preciso não ter uma definição muito frouxa de insuficiência de demanda, porque é ela que leva ao que chamamos de “keynesianismo vulgar”: sempre há insuficiência de demanda, e, portanto, sempre se justifica uma política fiscal expansionista. Keynes era fortemente crítico dessa visão. Por isso ele queria que a expansão fiscal fosse realizada através do aumento dos investimentos públicos, não do aumento da despesa corrente, porque uma vez superada a recessão o Estado pode recuperar facilmente seu equilíbrio fiscal reduzindo seus investimentos. Ao contrário do que supõem os keynesianos vulgares, Keynes não aboliu o problema da escassez na economia, nem mostrou que hábitos de poupança privada e uma poupança pública positiva não são instrumentais para que a taxa de investimento do país seja elevada e o crescimento ocorra de maneira satisfatória, compatível com o alcançamento.

Em síntese, um país em desenvolvimento que neutraliza sua tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio deve apresentar equilíbrio em sua conta-corrente e ficar muito próximo do equilíbrio fiscal; e, se essa neutralização incluir a doença holandesa, ele deve apresentar um superávit em conta-corrente (que é consequência direta da mudança do equilíbrio corrente para o equilíbrio industrial) e um orçamento

equilibrado ou com pequeno superávit. É algo absurdo que um país como a Venezuela apresente déficit em conta-corrente e déficit público; é sinal que o país não neutraliza minimamente sua doença holandesa. O fato de o país produtor de petróleo apresentar superávit em conta-corrente não é prova que o país neutralizou sua doença holandesa, porque o imposto que impôs aos exportadores de petróleo pode ser insuficiente, mas é sinal de que alguma neutralização foi feita.

Resumo

Ao contrário dos dogmas da análise econômica neoclássica, as crises financeiras nos países em desenvolvimento não são principalmente causadas pelos déficits públicos, mas antes pelos déficits em conta-corrente. Os correspondentes ingressos de capital que, segundo a opinião comumente aceita, beneficiam os países em desenvolvimento na verdade seguem um processo de três fases: primeiro, provocam a substituição da poupança interna pela poupança externa, um pequeno aumento da taxa de investimento e um substancial aumento do endividamento externo do país; segundo, provocam fragilidade financeira internacional, acarretando uma política de construção da confiança; e terceiro, provocam em última instância uma crise de balanço de pagamentos. Os déficits públicos podem provocar crises, mas apenas quando a hipótese dos déficits gêmeos é confirmada. Mas geralmente essa hipótese não é confirmada porque a taxa de câmbio raramente está em equilíbrio nos países em desenvolvimento: ela está geralmente sobrevalorizada e, sempre que isso acontece, os déficits em conta-corrente podem aparecer sem os correspondentes déficits públicos; nessa situação, o desequilíbrio geralmente ocorre no setor privado.

Em vista da tendência da taxa de câmbio à crônica sobrevalorização, a taxa de câmbio poderá continuar sobrevalorizada por períodos relativamente longos, o que implicará o aumento da dívida externa para níveis insustentáveis. A sobrevalorização é exacerbada não apenas pela política de crescimento com poupança ou endividamento externo, mas também pela política de aprofundamento de capital e pelo populismo cambial. À medida que o endividamento externo aumenta e faz pressão contra as restrições de liquidez e de solvência, a probabilidade de uma crise financeira aumenta. Desse modo, mais cedo ou mais tarde, os credores perderão a confiança e começarão a suspender a rolagem das dívidas, enquanto os especuladores financeiros, sabendo que o país não pode emitir a moeda na qual os empréstimos foram denominados, desencadearão um ataque especulativo contra o país, levando a uma parada súbita ou a uma crise financeira, definida por uma acentuada desvalorização da moeda local e ou uma moratória da dívida ou um resgate do FMI. Nesse processo, os credores externos atraídos por altos retornos subestimam as restrições de liquidez e de solvência a que esses países estão sujeitos.

Questões

1. Qual é a contribuição de Hyman Minsky para o entendimento das crises financeiras?
2. Qual é a diferença entre as crises bancárias e as crises de balanço de pagamentos? Por que nos países em desenvolvimento a crise é geralmente de balanço de pagamentos?
3. Qual é a causa das crises de balanço de pagamentos – déficits públicos e dívida pública elevados ou déficits em conta-corrente e dívida externa pública e privada elevados?
4. Quais são as três fases pelas quais passam os países que se endividam em moeda estrangeira?
5. Por que as crises financeiras são um capítulo da financeirização do capitalismo contemporâneo?

FECHAMENTO DO MODELO

Estamos agora prontos para apresentar um modelo formal de crescimento econômico que sintetiza o estado da discussão teórica até agora. Como visto no Capítulo 4, o crescimento de longo prazo dos países de renda média depende da taxa de investimento e do crescimento das exportações. Esse crescimento, no entanto, está sujeito a três tipos de restrições. A primeira é a restrição externa, analisada pelos modelos de crescimento *a la* Thirlwall. Se levarmos em conta o efeito da taxa de câmbio sobre a estrutura produtiva da economia, as elasticidades de renda das exportações e das importações do modelo de Thirlwall são endógenas, de tal forma que, se a taxa de câmbio estiver devidamente alinhada (ou seja, no nível correspondente ao equilíbrio industrial), a restrição externa ao crescimento dependerá apenas do comportamento da renda mundial e não mais da composição da pauta de exportações e importações do país.

A segunda restrição é dada pela taxa de crescimento garantida, derivada do modelo de crescimento de Harrod, que apresenta a taxa de crescimento do produto real que é compatível com o nível normal de utilização da capacidade produtiva. Como a distribuição de renda e a taxa de lucro dependem da taxa de câmbio real, segue-se que, se a taxa de câmbio real estiver depreciada (porque presumimos que está geralmente sobrevalorizada) e depois for mantida equilibrada, ela estimulará as empresas a investirem mais, fazendo com que a taxa de crescimento da capacidade produtiva se acelere, dada a relação capital-produto. Desse modo, a restrição da capacidade produtiva também pode ser “relaxada” por meio de variações adequadas da taxa de câmbio real.

A terceira restrição, fundamental para esse modelo, é a restrição cambial, que decorre da tendência à crônica sobrevalorização da taxa de câmbio, que, por sua vez, é causada pela doença holandesa não neutralizada, que aprecia o valor da taxa de câmbio do equilíbrio industrial ao equilíbrio corrente, e pelas políticas de crescimento com endividamento (“poupança”) externo e de âncora cambial para combater a inflação, que leva a economia para o déficit em conta-corrente de longo prazo. Neste

capítulo, apresentamos o modelo, primeiro sem essa restrição cambial e, posteriormente, com a restrição.

O modelo de crescimento keynesiano–estruturalista

O modelo de crescimento keynesiano–estruturalista compreende, portanto, o seguinte sistema de equações:

$$g = u^n [v(\vartheta(e, R(e) - r)) + \delta] \quad (11.1)$$

$$e = e^{ind} \quad (11.2)$$

O sistema, composto das equações (11.1) e (11.2), tem duas equações e duas incógnitas, a saber, a taxa de crescimento do produto real (g) e o valor real da taxa de câmbio real (e). É, portanto, um sistema determinado do ponto de vista matemático.

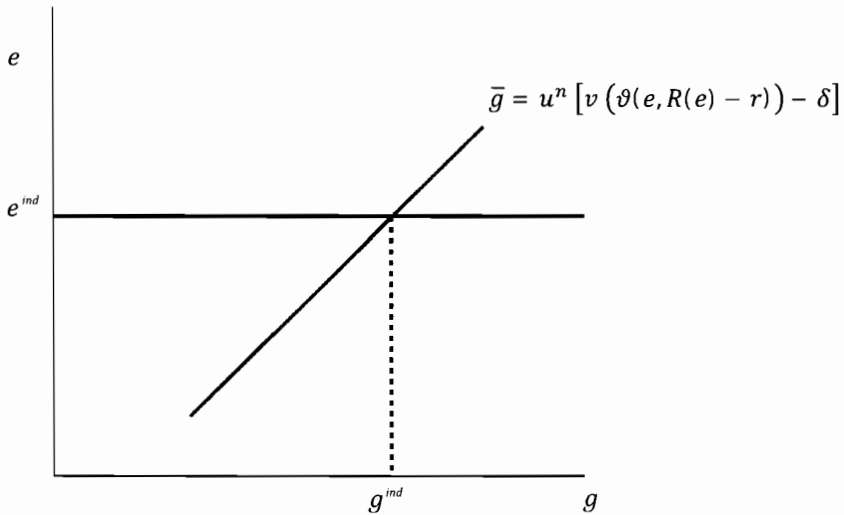
As variáveis exógenas do modelo são a taxa de câmbio de equilíbrio industrial (e^{ind}), o grau normal de utilização da capacidade (u^n), a relação produto-capital (v), o custo real do capital (r) e a taxa de depreciação do estoque de capital (δ).

Assim, a equação (11.1) apresenta as combinações entre a taxa de crescimento do estoque de capital (dada por $(R(e) - r)$) e a taxa de câmbio real, para as quais o grau de utilização da capacidade produtiva é igual ao normal, de tal forma que as empresas estarão satisfeitas com o nível corrente de utilização da capacidade. Segue-se que a taxa de crescimento determinada pela equação (11.1) equivale à taxa de crescimento garantida.

A equação (11.2) apresenta o nível da taxa de câmbio real no qual a estrutura produtiva da economia, medida pela participação da indústria de transformação no PIB, é mantida constante ao longo do tempo. É, como vimos no Capítulo 6, a taxa de câmbio de equilíbrio industrial.

O equilíbrio de longo prazo da economia em questão é definido como o par de valores da taxa de crescimento do produto real e da taxa de câmbio real, para os quais a capacidade produtiva está crescendo no mesmo ritmo que a demanda agregada, de tal forma que o grau de utilização da capacidade produtiva permanece constante e igual ao nível normal, e a estrutura produtiva da economia é constante ao longo do tempo. A determinação do equilíbrio de longo prazo é ilustrada pelo Gráfico 11.1.

Observamos também no Gráfico 11.1 a importância da taxa de câmbio real para o crescimento de longo prazo. De fato, a taxa de câmbio real desempenha o papel de reconciliar a taxa de crescimento que torna possível o grau normal de utilização da capacidade produtiva com a estabilidade de longo prazo da estrutura produtiva. Desse modo, o modelo keynesiano–estruturalista apresentado aqui situa a taxa de câmbio real no centro da teoria do desenvolvimento econômico.

Gráfico 11.1 Equilíbrio de longo prazo sem doença holandesa

Doença holandesa e desindustrialização

Na abordagem keynesiano-estruturalista ou novo-desenvolvimentista que adotamos, a restrição ao crescimento de longo prazo não deriva predominantemente da restrição externa mas, do lado da oferta, da restrição da capacidade e , do lado da demanda e do acesso a essa demanda, da tendência dos salários a crescerem abaixo da taxa de produtividade (que é superada quando o país atinge o ponto de Lewis) e da tendência à sobrevalorização da taxa de câmbio, que tem sua origem na doença holandesa e em políticas que provocam ingressos de capital excessivos.

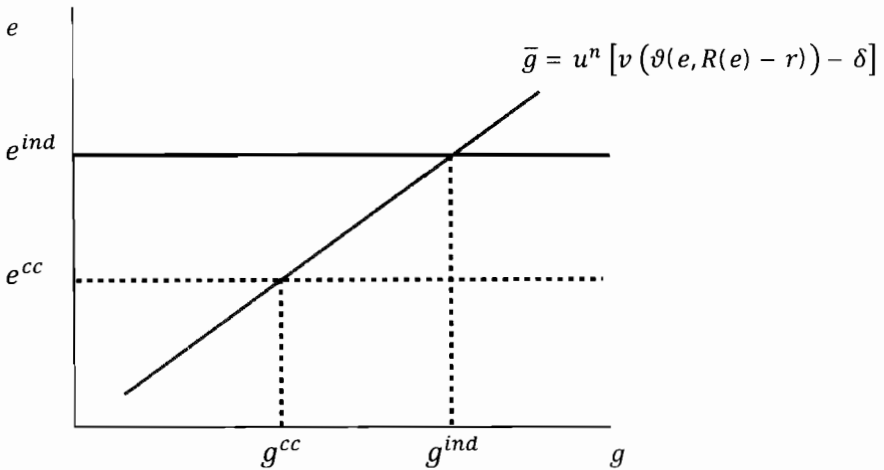
Se a taxa de câmbio estiver persistentemente sobrevalorizada em uma economia exportadora de produtos primários, o país não se industrializará; se isso acontecer num país de renda média que já realizou sua revolução industrial, ele se desindustrializará. Nesse caso, ele se industrializou anteriormente apenas porque a doença holandesa foi neutralizada durante a revolução industrial. Esse é o caso, por exemplo, do Brasil, que se industrializou entre 1930 e 1980 cobrando um imposto disfarçado¹ sobre as exportações de commodities que neutralizou a doença holandesa.

A fim de entender essa afirmação, vamos considerar uma economia em um estágio de desenvolvimento médio que se industrializou neutralizando a doença holandesa por meio de um imposto sobre as exportações de commodities e outros mecanismos

¹ O imposto disfarçado, que os cafeicultores costumavam chamar de “confisco cambial”, foi cobrado ou por meio de taxas de câmbio múltiplas ou por meio de um sistema de altas tarifas aduaneiras combinadas com igualmente altos subsídios aos exportadores de produtos manufaturados.

de administração da taxa de câmbio no contexto de uma coalizão política desenvolvimentista, mas que, por razões que não são relevantes para a discussão, abandona essa política e, no contexto de uma coalizão política neoliberal, permite que a taxa de câmbio flutue livremente. Nesse cenário, as rendas ricardianas derivadas das commodities que o país exporta permitem que sua conta-corrente permaneça equilibrada (isto é, com a taxa de câmbio situada no patamar que garante o equilíbrio corrente), mas sobrevalorizada com relação ao nível de equilíbrio industrial. Uma perversa mudança estrutural acontece então na economia. Mais precisamente, a economia sofre um processo de reprimarização do portfólio de exportações e desindustrialização, o que leva a uma redução da elasticidade-renda das exportações e a um aumento da elasticidade-renda das importações. A restrição externa então reaparece, de tal forma que o crescimento ficará limitado pela necessidade de equilíbrio no balanço de pagamentos, como ilustrado no Gráfico 11.2.

Gráfico 11.2 Equilíbrio de longo prazo com doença holandesa e desindustrialização



No Gráfico 11.2, a taxa de câmbio de equilíbrio corrente está abaixo da taxa de câmbio de equilíbrio industrial. O país sofre, portanto, da doença holandesa.

Se o país não neutraliza esse processo de doença holandesa, a taxa de câmbio termina, portanto, se apreciando, caindo para o nível e^{cc} . Esta valorização da taxa de câmbio real levará a uma diminuição dos investimentos privados nos setores que produzem bens (que não sejam primários) e serviços comercializáveis, como resultado de seu efeito sobre as margens de lucro das empresas e, conseqüentemente, sobre a taxa de lucro de longo prazo. Por conseqüência, a valorização da taxa de câmbio real também alterará a estrutura produtiva da economia em direção a bens de menor valor agregado,

exigindo mão de obra menos sofisticada, o que reduzirá a elasticidade-renda das exportações e aumentará a elasticidade-renda das importações. Em outras palavras, a doença holandesa desencadeará um processo gradual de desindustrialização ou, mais precisamente, provocará a gradual regressão da estrutura produtiva da economia. Em vista da diminuição do ritmo de expansão da capacidade produtiva e do processo de desindustrialização, a taxa de crescimento de equilíbrio de longo prazo do produto real diminuirá, de g^{nd} para g^{cc} .

Ingressos excessivos de capital

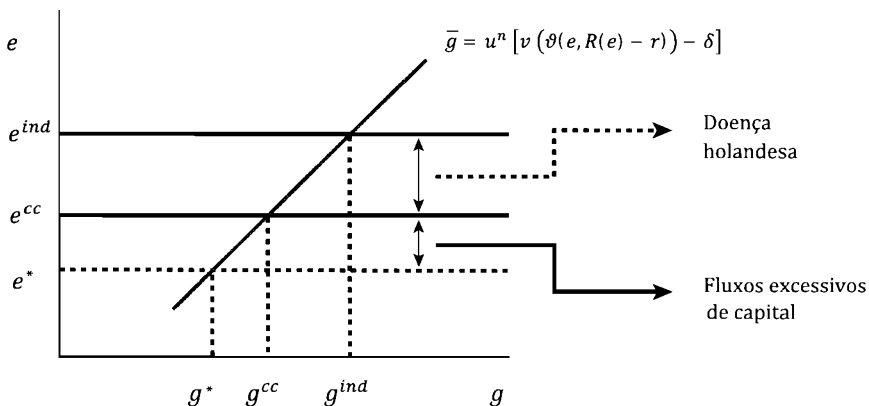
Ingressos excessivos e desnecessários de capital estrangeiro podem agravar a sobrevalorização da taxa de câmbio decorrente da doença holandesa. Diz-se que os fluxos de capital são excessivos quando não satisfazem a necessidade da economia nacional de estabilidade e crescimento. Como vimos antes, se a taxa de câmbio real estiver no nível apropriado – isto é, no nível do equilíbrio industrial – então qualquer taxa de crescimento do produto será sustentável do ponto de vista do balanço de pagamentos, porque implicará um superávit em conta-corrente e não haverá necessidade de fluxos líquidos de entradas de capital.

Os fluxos de capital especulativos são, em geral, resultado de diferenciais de taxa de juros e da adoção de um modelo de crescimento baseado em um déficit em conta-corrente ou poupança externa. Quanto aos diferenciais de taxa de juros, devemos salientar que a taxa real de juros tende a ser maior em países de renda média, por uma série de razões. Em primeiro lugar, os mercados de capitais são menos organizados nos países de renda média do que nos países desenvolvidos, o que torna maior o prêmio de liquidez sobre os títulos de longo prazo nos primeiros do que nos últimos. Em segundo lugar, os países de renda média geralmente se endividam em moeda estrangeira – em moeda que não podem emitir em caso de crise – porque as taxas de juros nos mercados internacionais são menores do que no país em desenvolvimento. Este “pecado original” dos países em desenvolvimento é a razão pela qual tais países costumam ser ameaçados por uma crise de balanço de pagamentos (um problema desconhecido dos países ricos, capazes de incorrer dívidas em sua própria moeda), e assim eles aumentam a taxa interna de juros a fim de atrair capital estrangeiro. Finalmente, uma vez que a adoção da política de crescimento com poupança ou endividamento externo implica que o governo toma a decisão de incorrer déficits em conta-corrente por meio da deliberada sobrevalorização da taxa de câmbio real, o financiamento desse déficit envolve manter a taxa interna de juros em um nível maior do que aquele existente nos países desenvolvidos.

Como resultado dos excessivos fluxos de capital, a taxa de câmbio real se aprecia até o nível e^* , inferior ao nível de equilíbrio da conta-corrente. Isso significa que

o país de renda média que sofre da doença holandesa e de ingressos excessivos de capital apresentará simultaneamente um déficit em conta-corrente e desindustrialização e taxas ainda menores de crescimento da renda. Essa situação é ilustrada no Gráfico 11.3.

Gráfico 11.3 Desequilíbrio de longo prazo com doença holandesa e fluxos excessivos de capital



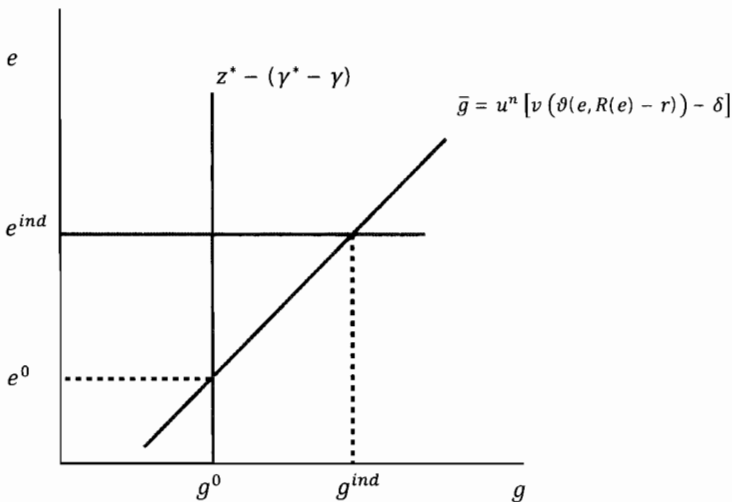
Sobrevalorização da taxa de câmbio e *falling behind*

Se a redução da taxa de crescimento de equilíbrio de longo prazo resultante da presença da doença holandesa (e também de ingressos excessivos de capital) for suficientemente grande, ela poderá fazer com que a economia de desenvolvimento médio que estamos analisando comece um processo de *falling behind* (ficar para trás), isto é, apresente uma taxa de crescimento econômico sistematicamente inferior à dos países desenvolvidos.

Consideremos o Gráfico 11.4. Digamos que z^* é a taxa de crescimento dos países desenvolvidos. Imaginemos que a população dos países desenvolvidos cresce à taxa γ^* . Assim, a taxa de crescimento da renda *per capita* dos países desenvolvidos é igual a $z^* - \gamma^*$. Dada a relação capital-produto, a taxa real de juros, o grau de utilização da capacidade produtiva (igual ao normal), a taxa de depreciação do estoque de capital e a taxa de crescimento da população da economia de renda média (igual a γ), a taxa de câmbio real deveria ser igual a e^0 para que a taxa de crescimento da renda *per capita* dos países de renda média fosse igual à taxa de crescimento da renda *per capita* dos países desenvolvidos.

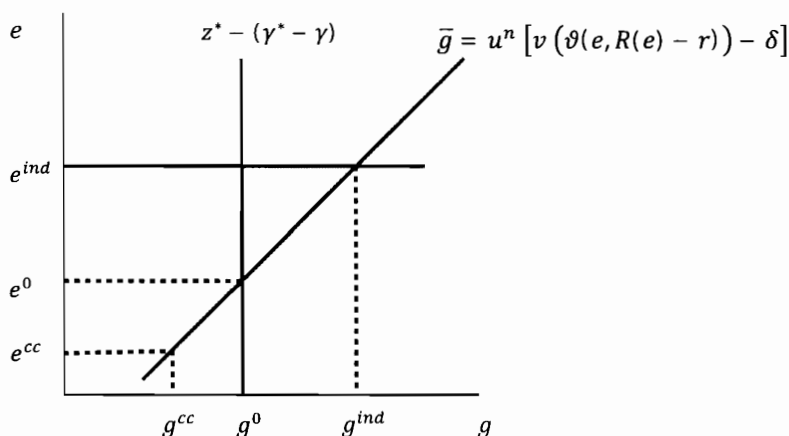
Nesse caso, a diferença entre a renda *per capita* do país de renda média que estamos analisando e a dos países desenvolvidos persistiria indefinidamente. Para que o *catching-up* aconteça, a taxa de câmbio real deve ser superior a esse valor crítico, de modo a levar a uma aceleração do processo de acumulação de capital. Por outro lado, se a taxa de câmbio real for menor do que esse valor (e^0), então o país começará um processo de *falling behind*, ou seja, começará uma trajetória de crescimento em que a diferença entre sua renda *per capita* e a dos países desenvolvidos será progressivamente ampliada.

Gráfico 11.4 Equilíbrio de longo prazo e *catching-up*: sem restrições de oferta



No Gráfico 11.4 consideramos que a taxa de câmbio à qual o hiato entre as rendas *per capita* permanece constante ao longo do tempo é menor do que a taxa de câmbio real de equilíbrio industrial; ou seja, a economia de renda média não enfrenta nenhum obstáculo do lado da oferta para realizar o processo de *catching-up* como na situação descrita no Gráfico 11.6, mais à frente. De fato, se a taxa de câmbio estiver no nível do equilíbrio industrial, a taxa de crescimento da renda *per capita* determinada pelo ritmo de acumulação do capital induzido por esse nível de taxa de câmbio será maior do que a taxa de crescimento da renda *per capita* dos países desenvolvidos, permitindo, assim, que o *catching-up* aconteça.

A incapacidade de neutralizar a doença holandesa pode resultar em uma taxa de câmbio de equilíbrio corrente menor do que o nível da taxa de câmbio real no qual o hiato entre as rendas *per capita* permanece constante ao longo do tempo. Essa situação é ilustrada no Gráfico 11.5.

Gráfico 11.5 *Falling behind* em razão da doença holandesa

No Gráfico 11.5 a economia de renda média não conseguiu neutralizar a doença holandesa, de tal forma que a taxa de equilíbrio da conta-corrente é inferior à taxa de equilíbrio industrial. Além disso, a magnitude da doença holandesa é tal que a taxa de câmbio de equilíbrio corrente é inferior ao valor da taxa de câmbio real no qual o hiato entre as rendas *per capita* permanece constante ao longo do tempo. Nesse caso, mesmo na ausência dos ingressos especulativos de capital, e ainda que alcance um equilíbrio em conta-corrente, a economia em questão não apenas não conseguirá realizar o *catching-up*, mas começará também a resvalar para uma trajetória de *falling behind*, isto é, uma trajetória de baixo crescimento na qual o hiato entre sua renda *per capita* e a dos países desenvolvidos será progressivamente ampliado.

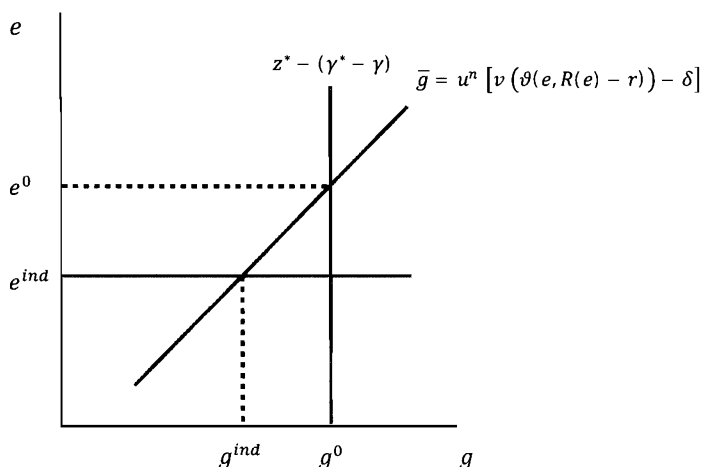
E as restrições da oferta?

Até agora presumimos que, numa economia de renda média, o desenvolvimento econômico é essencialmente restringido pela demanda agregada. Nesse contexto, a taxa de câmbio real desempenha um papel fundamental no processo de desenvolvimento econômico. Se a taxa de câmbio real estiver no nível do equilíbrio industrial, então a acumulação de capital ocorrerá de modo suficientemente rápido para tornar possível um processo de *catching-up* com os países desenvolvidos. A incapacidade de neutralizar a doença holandesa poderá, entretanto, impedir esse processo, na medida em que a crônica e profunda sobrevalorização da taxa de câmbio real induzida por ela desestimulará a acumulação de capital, reduzindo assim a taxa de crescimento da renda *per capita*, que poderá acabar caindo permanentemente abaixo da taxa de crescimento da renda *per*

capita dos países desenvolvidos. Nesse caso, a economia de renda média começará um processo de *falling behind*.

Entretanto, é possível que o processo de desenvolvimento econômico seja restringido pelas condições de oferta da economia. Isso acontecerá, como mostrado no Gráfico 11.6, se o nível da taxa de câmbio para o qual a taxa de crescimento do produto é aquela que mantém constante o hiato da renda *per capita* ao longo do tempo (e^0) for maior do que a taxa de câmbio de equilíbrio industrial. Nesse caso, como ilustrado pelo Gráfico 11.6, a mera neutralização da doença holandesa e os controles sobre os ingressos de capital serão insuficientes para permitir o processo de *catching-up*.

Gráfico 11.6 *Falling behind* em razão de restrições da oferta



Uma situação como a ilustrada no Gráfico 11.6 poderá acontecer numa economia de renda média em que (a) o grau normal de utilização da capacidade produtiva é relativamente baixo (b) a relação produto-capital é relativamente baixa (ou seja, a relação capital-produto é relativamente alta).

No primeiro caso, estamos lidando com uma economia caracterizada por um alto grau de concentração de mercado e elevadas barreiras à entrada no setor industrial, o que faz com que o investimento industrial tenda a estagnar. Aqui, a política econômica mais adequada para estimular o crescimento será a liberalização do comércio, a fim de diminuir o poder de mercado das empresas domésticas e assim reduzir a capacidade excedente desejada. No segundo caso, a causa mais provável da baixa produtividade do capital é a ineficiência do setor de bens de capital. Na verdade, se o setor de bens de capital for ineficiente, então o preço dos bens de produção tenderá a ser alto e aumentará o preço de oferta dos bens de produção. Nesse caso, a solução será estimular

a importação de bens de capital produzidos no exterior ou implementar políticas para estimular a modernização tecnológica das empresas domésticas que produzem esse tipo de equipamento. A política cambial que propomos neste livro não visa a proteger empresas ineficientes, mas a tornar competitivas aquelas que são eficientes. Outra possível interpretação da situação descrita no Gráfico 11.6 reside na possibilidade de a taxa de câmbio requerida para alcançar a taxa garantida de crescimento da renda *per capita* ser superior ao nível do equilíbrio industrial, a fim de compensar os impactos negativos de uma elevada taxa de juros sobre a taxa de investimento e tornar possível o processo de *catching up*.²

Um fechamento gráfico alternativo

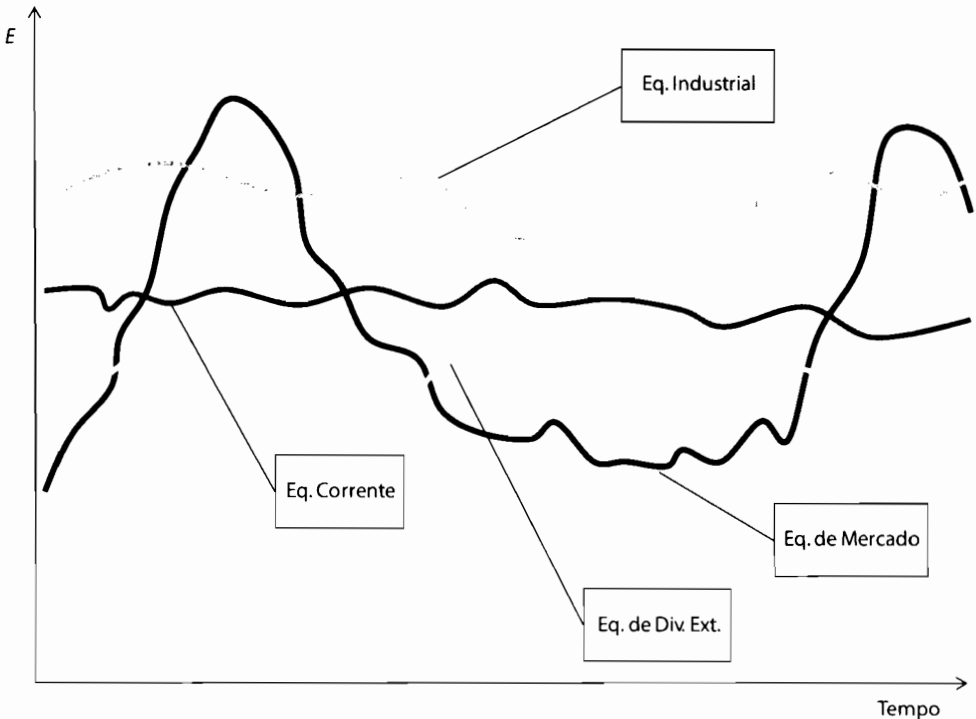
O fechamento do modelo pode também ser representado de forma exclusivamente gráfica. Para isso, voltamos a nos referir ao Gráfico 8.2, no qual acrescentamos uma terceira linha de equilíbrio abaixo do equilíbrio corrente, a “taxa de câmbio de equilíbrio da dívida externa”. Como vimos no Capítulo 8, o equilíbrio da dívida externa é o nível da taxa de câmbio que estabiliza a relação dívida externa-PIB. Ao contrário das outras duas linhas, essa linha não representa um valor da taxa de câmbio, mas apenas um nível – um nível que se torna importante quando a relação dívida externa-PIB começa a preocupar os credores. Poderíamos também imaginar uma quarta linha de equilíbrio, que mostre o nível da taxa de câmbio em que o país consegue financiar o déficit em conta-corrente por investimento externo direto. Mas esse tipo de “equilíbrio” é apenas uma regra prática, frequentemente usada em países de renda média.

O Gráfico 11.7 (semelhante ao Gráfico 8.2) envolve alguns dos principais modelos que constituem nossa macroeconomia desenvolvimentista, em que a taxa de câmbio desempenha um papel-chave porque é o preço macroeconômico que garante o acesso das empresas competentes à demanda. Ela mostra a taxa de câmbio de mercado que reflete a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio, e os três equilíbrios relevantes da taxa de câmbio. O equilíbrio corrente é aquele que, em princípio, deveria ser o equilíbrio; é o preço que equilibra as contas externas e para o qual tende o mercado. O equilíbrio da dívida externa é o equilíbrio sustentável abaixo do qual o país enfrentará instabilidade financeira e, por fim, uma crise financeira; é o equilíbrio que a teoria neoclássica geralmente defende à luz da “verdade” intuitiva de que os países ricos em capital devem transferir seu capital para países pobres em capital; é o equilíbrio que ignora a alta taxa de substituição da poupança interna

² É necessário controlar os ingressos de capital para possibilitar que a taxa de câmbio seja superior ao nível do equilíbrio industrial e, ao mesmo tempo, a taxa de juros seja fixada em um patamar elevado.

pela poupança externa. O equilíbrio “real” no modelo é o equilíbrio industrial, aquele que é compatível com o equilíbrio mais geral na economia: o equilíbrio dos preços relativos. Nesse nível, a doença holandesa é neutralizada e as empresas que utilizam tecnologia no estado da arte mundial são competitivas. De fato, esse é o preço “correto” da taxa de câmbio.

Gráfico 11.7 Os três equilíbrios e a tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio de mercado



Este gráfico mostra não apenas o caráter cíclico, mas também o caráter *crônico* da sobrevalorização das moedas nacionais dos países em desenvolvimento. Se levarmos em conta a comparação com o equilíbrio industrial, apenas num período muito curto, após a crise de balanço de pagamentos, a taxa de câmbio estará relativamente desvalorizada; durante o restante do período ela estará sobrevalorizada. Quanto tempo levará o ciclo para concluir sua trajetória? Quanto tempo decorrerá entre uma crise e a próxima? Isso depende de quão abaixo do equilíbrio da dívida externa estiver a taxa de câmbio. Quanto mais sobrevalorizada estiver a taxa de câmbio de mercado em relação a esse equilíbrio, mais cedo a crise financeira eclodirá. Certamente, a ocorrência da crise dependerá de outras variáveis, como guerras, choques de preço e súbitas mudanças de política nos

países ricos; mas em nosso modelo a variável-chave, relativamente previsível, é o grau de sobrevalorização da taxa de câmbio.

Obviamente, o Gráfico 11.7 não mostra toda a história. Ele não conta que o crescimento depende essencialmente da taxa de investimento, que determina a taxa de poupança; ou que a taxa de investimento depende das oportunidades de lucro que, para as empresas competentes, dependem de a taxa de câmbio ser competitiva, flutuando em torno do equilíbrio industrial. Os gráficos deste capítulo mostram que um país que tem a doença holandesa e mantém sua taxa de câmbio competitiva apresentará um superávit em conta-corrente (uma vez que o nível de taxa de câmbio que equilibra a conta-corrente é menor do que o nível que torna competitivas as empresas, e que corresponde ao nível industrial), mas eles não mostram a consequência principal: o país não precisa de capital estrangeiro; ao contrário, e contraintuitivamente, apesar de ser relativamente pobre em capital, ele transferirá recursos para países ricos em capital (via consumo e remessas de renda, por exemplo). Apesar do nome, a “poupança externa” necessária para a transferência líquida de capital para um país não se soma à poupança interna porque, como mostra outro modelo apresentado neste livro, os países em desenvolvimento geralmente exibem uma alta taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa. O preço dos déficits em conta-corrente é uma moeda sobrevalorizada que desconecta as empresas competentes da demanda.

Resumo

Neste capítulo fechamos nosso modelo macrodesenvolvimentista de duas maneiras: de maneira mais abstrata, por meio de um modelo matemático combinado com um modelo gráfico, e de maneira mais simples, apenas com um gráfico que desenvolvemos durante todo o livro. Nesse modelo, a taxa de câmbio está no centro da macroeconomia do desenvolvimento, porque o investimento e a poupança dependem dessa taxa. O papel estratégico da taxa de câmbio deveria ser óbvio, mas a teoria econômica, independentemente da escola de pensamento, deu pouca atenção a ele na medida em que assumia que os desalinhamentos da taxa de câmbio fossem de curto prazo e não tivessem direção. Na medida em que demonstramos que isso não é verdade, que a doença holandesa e as políticas convencionais tornam a taxa de câmbio cíclica e cronicamente sobrevalorizada, o quadro se modifica totalmente, e somente políticas que neutralizam essa tendência são compatíveis com o crescimento rápido e com o *catching-up*. Se essa neutralização não for devidamente realizada, o país poderá experimentar algum crescimento, porque o capitalismo é essencialmente dinâmico, mas ficará atrás dos outros países.

Questões

1. Considere a seguinte afirmação: “Mudanças na taxa de câmbio de equilíbrio não exercem qualquer efeito sobre o crescimento econômico de longo-prazo.” Você concorda ou discorda dessa afirmação? Na sua resposta considere a relação entre doença holandesa, valorização cambial e desindustrialização.
2. E se a produtividade do capital for baixa, o que poderá ser feito para viabilizar o processo de *catching up*?
3. Por que o investimento e a poupança dependem da taxa de câmbio no modelo desenvolvido neste livro?

ESTRATÉGIA WAGE-LED OU EXPORT-LED?

Na primeira parte deste livro, relacionando o desenvolvimento econômico aos salários e ao investimento, mostramos que ele é *demand-led* (impulsionado pela demanda) na medida em que o investimento depende da existência de oportunidades de investimento lucrativo. Na segunda parte, que contém o modelo central da macroeconomia desenvolvimentista, argumentamos que nos países em desenvolvimento a existência de demanda efetiva não é suficiente para estimular o investimento; é também necessário que as empresas eficientes tenham acesso a essa demanda, o que não está automaticamente assegurado, porque nesses países há uma tendência à sobrevalorização crônica ou no longo prazo da taxa de câmbio. Se a taxa de câmbio fosse apenas volátil, sujeita a desalinhamentos, como supõe a teoria econômica convencional de origem keynesiana ou neoclássica, o problema do acesso aos mercados não ocorreria. Ela ocorre quando existe essa tendência, porque em suas decisões de investimento as empresas levam em conta essa taxa de câmbio sobreapreciada no longo prazo e não investem. Em seguida, discutimos as causas da sobrevalorização e resumimos os achados no capítulo sobre o fechamento do modelo. Nesta segunda parte do livro discutimos a formulação de políticas econômicas.

Neste capítulo, queremos saber se a estratégia global deveria ser *wage-led* ou *domestic-led* - impulsionada pelos salários ou pelo mercado interno -, ou *export-led*, impulsionada pelas exportações, ou equilibrada do ponto de vista novo-desenvolvimentista. A definição dessas estratégias será baseada no comportamento do coeficiente de abertura (importações+exportações/PIB). A estratégia será *domestic-led* quando o coeficiente de importação estiver diminuindo, e, portanto, o país estiver se voltando para dentro ou adotando o modelo de substituição de importações; será *export-led* quando o coeficiente de abertura estiver aumentando. Quando o coeficiente de abertura for estável, a economia estará numa trajetória de crescimento equilibrada.

É importante diferenciar entre uma estratégia de crescimento e a fonte do crescimento econômico. De acordo com o arcabouço teórico adotado neste livro, o crescimento é *demand-led*, o que significa que o crescimento econômico é estimulado pela taxa de crescimento da demanda autônoma e viabilizado na medida em que a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio é devidamente neutralizada. Em países de renda média que não dispõem de uma moeda conversível, as exportações são a única fonte autônoma e sustentável de crescimento da demanda. Alternativamente, o aumento dos salários ou o aumento do crédito e o conseqüente aumento do consumo podem estimular a demanda agregada a médio prazo, mas aumentos contínuos no crédito têm óbvio limite, e aumentos contínuos da participação dos salários na renda não são sustentáveis, uma vez que forçariam uma redução da taxa de lucro e, conseqüentemente, uma redução da taxa de acumulação do capital. Ora, o problema macroeconômico central dos países em desenvolvimento é o fato de que, na indústria, a taxa de lucro esperada é baixa senão negativa mesmo que as empresas sejam competentes do ponto de vista administrativo e tecnológico, porque a taxa de câmbio é sobreapreciada no longo prazo. Os gastos públicos, especialmente o investimento público, são outra fonte de demanda autônoma, mas não são sustentáveis a longo prazo, em razão de restrições fiscais (podem gerar uma dívida pública elevada e um aumento da taxa de juros, além de serem um desestímulo aos investimentos privados). Os investimentos privados são induzidos pela taxa de crescimento econômico por meio do chamado efeito acelerador, desde que a taxa de lucro esperada (que depende da taxa de câmbio) seja maior do que o custo do capital.

A estratégia *domestic-led* supõe o país procurar crescer com uma taxa de câmbio sobreapreciada. Ora, uma estratégia dessa natureza só é viável se o país renunciar a exportar bens manufaturados e exportar commodities que se beneficiam de rendas ricardianas, e, por isso, podem ser exportadas a uma taxa de câmbio substancialmente mais apreciada do que o equilíbrio industrial ou competitivo. Configura-se, assim, o modelo de industrialização por substituição de importações – algo só faz sentido para países que estão iniciando sua industrialização e para os quais o argumento da indústria infante ainda faz sentido. Já a adoção de uma estratégia de crescimento *export-led* exige uma taxa de câmbio competitiva e a neutralização da doença holandesa. Em condições normais, quando a taxa de câmbio flutua em torno do equilíbrio industrial e a taxa de lucro é satisfatória, a melhor estratégia para um país de renda média é *export-led*.

Durante o período inicial da industrialização os países atrasados podem adotar com sucesso um modelo de substituição de importações em que o grau de abertura diminui e a estratégia *wage-led* é teoricamente viável – apenas teoricamente porque na prática os períodos de substituição de importações e estratégia *wage-led* geralmente coincidem com aumento das desigualdades. Já na transição de uma taxa de câmbio sobrevalorizada para uma taxa competitiva, o crescimento será *export-led*. E deverá continuar por muito tempo nessa estratégia até o país atingir seu grau “normal” de abertura (que

faz plena utilização das economias de escala potenciais), até as exportações mundiais deixarem de crescer mais do que o PIB mundial, e até que o país se industrialize ou se sofisticue produtivamente e deixe de ter o problema da restrição externa, que Prebisch definiu e Thirlwall formalizou. Essa formalização mostra que a taxa de crescimento do país é limitada pela taxa de crescimento das exportações, devendo ser menor do que essa taxa. Ora, neste caso, a estratégia *export-led* é uma questão de lógica. Apenas depois que o país se industrializou, e deixou de ser prejudicado pelas duas elasticidades, poderá ele pensar em uma estratégia equilibrada. Ele só poderá pensar em uma estratégia *wage-led* depois que houver ultrapassado a fase da substituição de importações e desde que a taxa de lucro das empresas industriais ou não commodities esteja alta demais. O que é improvável.¹

Estratégia *domestic-led*

O modelo *wage-led* ou *domestic-led* ganhou força quando Bhaduri e Marglin (1990) definiram as características que uma economia deve possuir para que seu regime de crescimento possa ser definido como *wage-led* ou *profit-led*.² Poucos, porém, se aperceberam que estava claro em seu trabalho que o modelo *wage-led* implicava a volta ao modelo de substituição de importações – algo impensável para a grande maioria dos países. A estratégia *wage-led* faz sentido quando aplicada a economias que exportam bens primários e estão começando sua industrialização por substituição de importações. Como não há exportadores de produtos manufaturados, a sobrevalorização da moeda nacional exercerá somente efeitos negativos sobre a margem de lucro do setor exportador de produtos primários que, em princípio, já é bem remunerado e cujas exportações respondem mal à taxa de câmbio (respondem muito mais às flutuações cíclicas da economia mundial). Assim, na medida em que não há perspectivas de industrialização, não haveria razão para se defender uma taxa de câmbio competitiva. Mas o desenvolvimento econômico depende da industrialização ou da sofisticação produtiva associada a ela. E para isso a estratégia de desvalorizar a taxa de câmbio *once and for all* para que o equilíbrio corrente se torne igual ao equilíbrio industrial, e, em seguida,

¹ A China, que cresceu de maneira extraordinária entre 1980 e 2010, decidiu em 2011 adotar uma estratégia *domestic-led* ou *wage-led*. Talvez porque seus dirigentes concluíram que os lucros das empresas estavam altos demais; certamente porque o país não parava de aumentar reservas, porque a inflação havia aumentado, e porque a pressão americana para que apreciasse o renminb era muito forte. De qualquer maneira, desde um pouco antes a taxa de crescimento do país caiu de 10% para cerca de 7% ao ano.

² Enquanto o modelo de Bhaduri e Marglin estabelece que o regime de crescimento (*wage* ou *profit-led*) associado a uma economia é definido pelas características de algumas variáveis econômicas, com destaque para o comportamento da propensão a poupar (ou a consumir, que é o seu reverso), estamos discutindo neste livro possíveis estratégias de crescimento (*wage* ou *export-led*) que são fruto de opções de política econômica.

manter a taxa de câmbio real nesse patamar é essencial para qualquer economia que queira se desenvolver.

A defesa de uma taxa de câmbio relativamente apreciada que era feita pelo desenvolvimentismo clássico explicava-se pela opção pelo modelo de substituição de importações. A taxa de câmbio sobrevalorizada não se tornará um obstáculo ao investimento na indústria de transformação, porque esta estava bem protegida, na medida em que essas tarifas neutralizam a doença holandesa do ponto de vista do mercado interno. O país não pode exportar manufaturados, mas pode desenvolvê-los para o consumo doméstico. Além disso, a indústria pagava pelos bens de capital importados um preço menor do que o de mercado. No momento, porém, que o país decide exportar manufaturados, para aproveitar uma mão de obra barata, se a taxa de câmbio para elas não estará valorizada no que se refere ao mercado interno, a tarifa não estará apenas protegendo uma indústria infante, estará também neutralizando a doença holandesa em relação ao mercado interno.

A estratégia *domestic-led* pode envolver uma política de aumento de salários, em particular o salário mínimo, que o governo controla. A ideia é criar oportunidades de investimento e aumentar a taxa de investimento pela expansão do mercado interno. Essa estratégia pressupõe que o investimento seja menos sensível à margem de lucro e mais elástico às variações das quantidades vendidas e, portanto, ao grau de utilização da capacidade; consequentemente, a receita dos empresários aumentaria como função das quantidades vendidas, e não da margem de lucro. Desse modo, a taxa de lucro poderia ser maior, mesmo se a margem de lucro fosse baixa. Mas essa hipótese não tem muito sentido a longo prazo. A curto prazo, uma queda na margem de lucro pode ser compensada por um aumento das vendas, e assim a taxa de lucro pode não cair. Entretanto, isso não acontece a longo prazo porque a longo prazo não há aumento ou diminuição da capacidade. Em outras palavras, a longo prazo não podemos pensar num contínuo aumento dos salários acima da produtividade e numa contínua redução da margem de lucro das empresas compensada pelo aumento de vendas. Para manter a taxa de lucro constante, essa redução teria de ser compensada por um aumento contínuo do grau de utilização da capacidade, o que é impossível, pois seu limite é 1 (um).³ O que realmente ocorrerá com os salários aumentando mais rapidamente do que a produtividade será o aumento do custo unitário/trabalho, o aumento do valor da taxa de câmbio, e a perda de competitividade da indústria, que, para ser corrigida monetariamente, necessitará uma depreciação ainda maior do que aquela que era necessária antes do aumento dos salários. Ou então a redução das oportunidades de investimento e o baixo crescimento.

Além disso, essa estratégia implica um aumento maior das importações do que das exportações, o que só poderia ser implementado numa economia que impõe restrições quantitativas e tarifárias sobre as compras externas, a fim de restringir as importações e

³ Isso só seria possível se houvesse um aumento da produtividade do capital.

evitar um déficit acentuado na conta-corrente. Atualmente, porém, esses controles não são factíveis. Consequentemente, quando se tenta aplicar essa estratégia de aumentar o salário mínimo, o mercado interno realmente se expande, mas depois de dois a três anos (o tempo necessário para que os importadores de produtos manufaturados se organizem), esse aumento deixa de beneficiar a indústria de transformação doméstica e começa a beneficiar os importadores, pois a taxa de câmbio real se aprecia: há um “vazamento” da demanda agregada para os produtores externos.⁴

A estratégia *domestic-led* é possível somente se os produtores domésticos forem protegidos ou se tornarem menos sujeitos à competição externa. Além disso, esse tipo de estratégia acaba estimulando consideravelmente as importações, de forma que, apesar das restrições à importação, surgirão déficits em conta-corrente que terão de ser financiados pelo endividamento externo – o que é indesejável, como discutimos neste livro – ou revertidos por uma desvalorização da taxa de câmbio, o que implica abandonar a estratégia, uma vez que não haverá mais um aumento do coeficiente de importações, e as exportações crescerão novamente à mesma taxa (ou mais rapidamente) que o PIB. Enquanto a moeda não for desvalorizada, os produtores domésticos tentarão compensar o aumento dos custos unitários da mão de obra aumentando suas importações de insumos. Nesse caso, o efeito prejudicial no saldo em conta-corrente será exacerbado e a necessidade de ajuste das contas externas aumentará, chegando até o processo de desindustrialização.

Estratégia *export-led*

Nos anos 1940 e 1950, os economistas estruturalistas latino-americanos defendiam um modelo de desenvolvimento *voltado para dentro* porque o modelo de substituição das importações estava dando certo na época, e porque uma estratégia *export-led* seria voltada para a exportação de commodities ou bens primários – precisamente aquilo que esses economistas tinham criticado nas prescrições alternativas dos economistas ortodoxos. Entretanto, em 1963, Maria da Conceição Tavares publicou seu clássico trabalho mostrando que o modelo de substituição das importações estava esgotado na América Latina. Nos anos seguintes, tornou-se cada vez mais claro que, de fato, esse modelo era uma estratégia de desenvolvimento temporária e de curta duração. Era um modelo válido para um país que estava começando sua revolução industrial, mas não podia proporcionar desenvolvimento sustentado, por diferentes razões. Em primeiro lugar, mesmo em países relativamente grandes como o Brasil ou o México, o mercado

⁴ Isso aconteceu no Brasil, por exemplo. Sob o segundo governo Lula (2007–2010), o aumento do salário mínimo fez crescer o mercado interno e as empresas industriais prosperaram, apesar da contínua apreciação da taxa de câmbio. Mas logo a taxa de câmbio apreciada aumentou as importações de produtos manufaturados, e a desindustrialização do país se acelerou.

interno era pequeno demais para que as empresas se beneficiassem das economias de escala; em segundo lugar, era um modelo que não ajudava a avaliar e promover a eficiência das empresas industriais através da competição externa; em terceiro lugar, mantinha sempre o país com poucos dólares, dada a restrição externa (as duas elasticidades assimétricas).

Assim, os países deveriam se voltar para a exportação de produtos manufaturados. No final dos anos 1960, Brasil e México adotaram a estratégia de exportar manufaturados e tiveram grande sucesso, assim como vinham fazendo, desde o começo da década, os pequenos países asiáticos dinâmicos então chamados “tigres”: Coreia do Sul, Taiwan, Cingapura e Hong Kong. Esse fato demonstrou a possibilidade de os países atrasados exportarem produtos manufaturados, algo que era inconcebível para os economistas estruturalistas dos anos 1940 e 1950.

Esses dois novos fatos (o esgotamento do modelo de substituição das importações e a viabilidade de exportar produtos manufaturados) indicaram que era hora de o desenvolvimentismo clássico se engajar numa estratégia orientada não apenas para o mercado interno, mas também para a exportação de produtos manufaturados. Na medida em que as empresas de um país em desenvolvimento fossem capazes de usar tecnologia no estado da arte mundial para produzir bens relativamente simples em termos tecnológicos, mas já com maior valor agregado *per capita* do que o existente na produção de commodities, esse país estaria aumentando sua produtividade e acelerando seu alcanceamento. Posteriormente, nos anos 2000, a experiência bem-sucedida da Índia mostraria que poderiam ser exportados não apenas produtos manufaturados, mas também serviços com maior valor agregado *per capita*, particularmente serviços associados aos setores de tecnologia da informação e de comunicação.

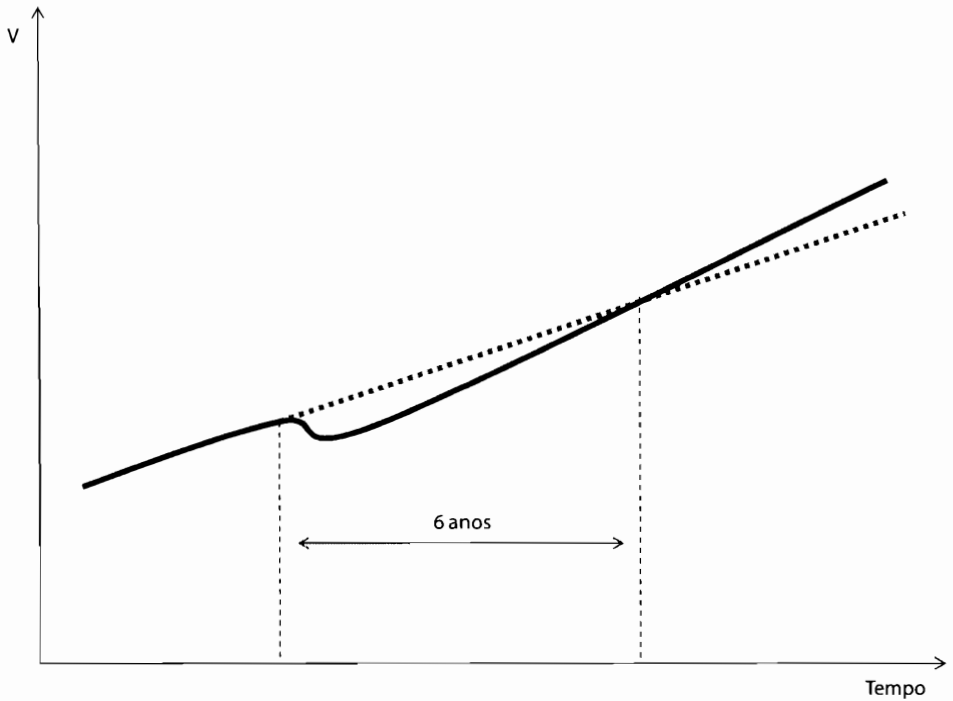
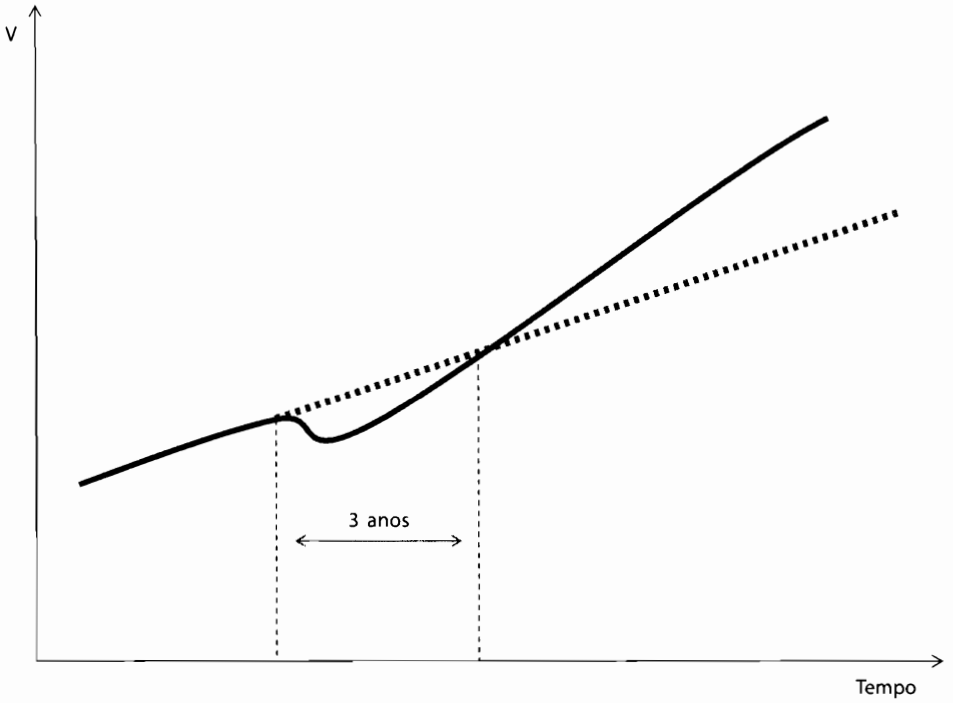
A estratégia *export-led* não implica a necessidade de uma compensação, por meio de um aumento do volume das vendas das empresas, para que estas logrem manter sua taxa de lucro estável. Na verdade ela está associada à depreciação cambial *once and for all* que aumentou suas margens de lucro e sua taxa de lucro. O que nós estamos supondo, naturalmente, é que antes dessa depreciação as taxas de investimento e de crescimento eram baixas, porque a taxa de câmbio estava apreciada no longo prazo. No arcabouço teórico da macroeconomia desenvolvimentista, essa hipótese é realista, já que a taxa de câmbio tende a ser cíclica e cronicamente sobrevalorizada nos países em desenvolvimento. A partir do momento em que a desvalorização é realizada, e que o governo tenha neutralizado a tendência à sobreapreciação neutralizando a doença holandesa e rejeitando as três políticas habituais que apreciam a moeda nacional, as empresas não mais competirão em desvantagem no nível internacional, e suas oportunidades de investimento orientadas para a exportação aumentarão. Em outras palavras, o salário médio, que estava artificialmente alto com relação ao nível de produtividade do país devido àquela sobreapreciação cambial, foi reduzido, decorrendo daí a correção dos custos unitários de mão de obra.

A estratégia *export-led* se justifica, portanto, quando é uma estratégia destinada a mudar o nível das taxas de investimento e crescimento do país para que este realize o alcance. Taxas de investimento de 18% e taxas de crescimento de 3%, muito comuns nos países em desenvolvimento, são geralmente incapazes de promover o *catching up*. A adoção da estratégia *export-led* começa com uma desvalorização “única” ou *once and for all* da moeda nacional em direção ao equilíbrio industrial, o que eleva os preços dos bens comercializáveis em relação aos bens não comercializáveis. Esta mudança nos preços relativos implica uma diminuição do poder aquisitivo e conseqüentemente uma diminuição dos salários reais (inicialmente), um aumento da relação lucro-salário e um aumento da taxa de lucro esperada. Os formuladores de políticas apostam, no entanto, que essa diminuição será temporária. Apostam também que, posteriormente, em razão da maior lucratividade dos investimentos orientados para a exportação, a taxa de investimento aumentará de modo sustentado, o produto e o emprego do país aumentarão a uma velocidade mais rápida, e os salários logo voltarão ao nível anterior à desvalorização da taxa de câmbio, e até mesmo o ultrapassarão. Como podemos ver no Gráfico 12.1, que mostra o efeito ao longo do tempo de uma desvalorização da taxa de câmbio, os salários reais e outras remunerações (V) declinam mas, posteriormente, em razão do aumento da taxa de investimento, da taxa de crescimento do PIB e dos salários, eles estarão maiores do que antes, e logo os trabalhadores voltarão ao nível anterior de salários e o ultrapassarão.

A redução dos salários reais como resultado da desvalorização acontece, portanto, somente uma vez, enquanto a taxa de crescimento posterior da economia e dos salários é maior do que antes da desvalorização e continua assim de modo permanente ou sustentado. O governo que toma essa decisão incorre o custo político de temporariamente reduzir os salários, mas sabe que a economia atingirá no futuro uma taxa de crescimento maior e mais sustentável. No Gráfico 12.1 temos na verdade dois gráficos. A alternativa 1 é a mais otimista, em que a recuperação da tendência salarial ocorre em três anos; sob a alternativa 2, mais pessimista, essa recuperação da tendência leva seis anos. O formulador de políticas mais corajoso apostará na primeira alternativa. Obviamente, um acordo preliminar entre trabalhadores e empresários ajuda enormemente a tornar a política viável.

Um segundo custo da desvalorização é seu impacto sobre a inflação. Esse também é um custo que ocorre uma única vez. E, desde que a economia não esteja formal ou informalmente indexada, a inflação logo voltará para seu nível anterior. Para que esse aumento seja temporário, é também importante que, além da desindexação, a expansão do nível de atividade seja inicialmente reduzida, a fim de evitar a transferência dos custos da desvalorização da moeda para os preços dos bens comercializáveis e, posteriormente, dos bens não comercializáveis (quando a inflação começa a subir). Esse controle da demanda agregada deve ser feito através da política fiscal, uma vez que a política monetária não pode ser fortemente restritiva nesse cenário, pois de outra forma

Gráfico 12.1 Salários e desvalorização da taxa de câmbio



a pressão pela valorização da moeda nacional será intensa (o que seria incompatível com o objetivo da estratégia), como veremos quando analisarmos as determinantes do nível da taxa de câmbio. A desvalorização da moeda estimula as exportações e, conseqüentemente, a própria produção interna. O aumento da produção interna revitaliza o mercado de trabalho, e os salários, tanto nominais quanto reais, aumentam novamente. Como o país continua a exportar, o crescimento das importações resultante do aumento da renda pode ser plenamente financiado pelos ganhos em moeda estrangeira, sem necessidade de incorrer endividamento externo.

Em síntese, a estratégia *export-led* voltada para a exportação de manufaturados é a estratégia adequada para o desenvolvimento econômico. Ela se esgotará se provocar redução dos salários maior do que aquela decorrente de se tornar a taxa de câmbio competitiva. Irá se esgotar, também, quando o país houver se industrializado, e o problema das duas elasticidades ou da restrição externa estiver superado. E se esgotará, finalmente, quando as exportações mundiais deixarem de crescer mais do que a produção mundial. Graças a essa estratégia, que depende de uma taxa de câmbio competitiva, flutuando em torno do equilíbrio industrial, é possível mudar o nível da taxa de crescimento do país de, por exemplo, 3% para 5% ao ano. Mas, depois, essa estratégia deve ser equilibrada novamente. Ela continuará a se basear na exportação de bens e serviços com crescente valor agregado *per capita* e no crescimento equilibrado dos salários e dos lucros, das exportações e do PIB.

Reduzindo desigualdades sem reduzir a taxa de lucro

Os economistas progressistas estão sempre tentando achar um modo de conciliar o crescimento com a diminuição das desigualdades. Se considerarmos a taxa de lucro como dada, considerarmos que a renda nacional é formada apenas de salários e lucros, e levarmos em conta apenas o lado da oferta, isso é possível somente quando o desenvolvimento tecnológico é poupador de capital, isto é, quando o desenvolvimento econômico acontece ao mesmo tempo em que o capital se torna mais barato. Em outras palavras, é possível somente na medida em que o progresso técnico deixe de se caracterizar pela mecanização ou substituição da mão de obra por capital, e mais pela substituição de máquinas antigas por máquinas novas, mais eficientes ou mais baratas e, portanto, por um aumento da produtividade do capital. Se considerarmos que a distribuição funcional da renda deve ser mais realista e, além dos salários e os lucros, levar em conta os juros e aluguéis dos rentistas e os elevados salários e bônus dos tecnoburocratas, a diminuição da desigualdade pode ser obtida por um salário mínimo razoável, por impostos progressivos e pela ampliação do Estado de bem-estar ou social.

No curto prazo, uma das razões pelas quais o pensamento keynesiano atraiu os economistas progressistas ou de esquerda foi que, durante a transição do desemprego para

o pleno emprego, ou da capacidade ociosa para a capacidade plena, foi possível aumentar os salários acima da produtividade sem prejudicar os lucros e, portanto, sem ameaçar a acumulação de capital. Mas não é através da política macroeconômica keynesiana que se alcançará melhor distribuição da renda. O objetivo da política macroeconômica não é a redução das desigualdades, mas o pleno emprego e o crescimento. As economias capitalistas enfrentam três tipos de crise: as crises de superprodução ou subconsumo, as crises financeiras bancárias, as crises financeiras de balanço de pagamentos, e as crises caracterizadas pela alta inflação. A política de expansão do gasto público só é efetiva para o primeiro tipo de crise. Definitivamente não se aplica aos outros casos.

Para a macroeconomia desenvolvimentista o importante é aumentar a taxa de lucro esperada dos empresários, que se supõe reprimida pelo câmbio apreciado, e diminuir a taxa de juros dos capitalistas rentistas. Com esse objetivo, advoga uma desvalorização *once and for all* da taxa de câmbio, que eleva a expectativa de lucro e reduz não apenas os salários, mas todos os rendimentos: juros, dividendos e aluguéis. A política macroeconômica desenvolvimentista é portanto favorável a uma taxa de lucro satisfatória, e desfavorável, no curto prazo, em relação aos rendimentos das pessoas – tanto dos trabalhadores, que recebem salários, quanto dos rentistas que recebem juros, aluguéis e dividendos e os altos profissionais ou tecnoburocratas que recebem altos salários e bônus. Uma taxa satisfatória de lucro é aquela que estimula as empresas a investir. É uma taxa “razoável” de lucro. Não é nem a taxa de lucro “normal”, prevista pela microeconomia marshalliana que é muito baixa, nem a taxa de lucro monopolista que toda empresa aspira, mas é a taxa de lucro viável para os empresários normais que são eficientes em sua atividade; é a taxa de lucro superior ao custo do capital que, em condições de razoável competição no mercado, é satisfatória para essas empresas e as estimula a investir.

Para diminuir a desigualdade o que se deve fazer sem prejuízo do crescimento é aumentar o salário mínimo (desde que haja espaço para isto), é aumentar o tamanho do Estado social, e é estabelecer um sistema de impostos progressivos elevados.

Para o antigo desenvolvimentismo, essa era uma questão moral, porque a maior parte de seus economistas eram progressistas ou social-democráticos e queriam reduzir as desigualdades; mas não era uma questão política-chave, porque os regimes políticos existentes na época em que os países concluíram sua revolução nacional e industrial eram geralmente autoritários, e os trabalhadores tinham poder limitado. Mas para os economistas associados à macroeconomia desenvolvimentista e ao novo desenvolvimentismo, o cenário mudou, porque hoje praticamente todos os países de renda média são democráticos e as demandas dos trabalhadores ou dos eleitores precisam ser ouvidas, sobretudo porque nesses países a distribuição de renda costumava ser muito desigual. O que fazer nesse caso? Não existiria uma maneira de promover a redistribuição sem afetar negativamente as expectativas de lucro dos empresários?

Sim, existe, mas implica abandonar a simples equação da renda nacional com salários mais lucros ($Y = W + P$) e aceitar que a renda nacional também compreende os

rendimentos dos capitalistas rentistas (R), os altos salários e bônus dos financistas e altos executivos das grandes corporações multinacionais (B) e o Estado, na medida em que ele incorre em despesas sociais que no final representam salários indiretos (Gw).

$$Y = W + Gw + P + R + B$$

Dada essa identidade ligeiramente mais complexa, há três maneiras de reduzir a desigualdade: uma diminuição dos ganhos dos capitalistas rentistas, uma diminuição das desigualdades salariais por meio da taxação de altos salários e bônus, e uma expansão do Estado de bem-estar social. As três abordagens possibilitam reduzir a desigualdade sem reduzir as taxas de lucro dos empresários e, portanto, sem reduzir as taxas de investimento e de crescimento.

O capitalista rentista é o capitalista ocioso, que é remunerado pelos juros, rendimentos e dividendos, além dos ganhos da especulação em ativos. Marx distinguiu claramente os capitalistas ativos dos ociosos no volume 3 de *O Capital*, mas os marxistas, concentrados na luta de classes, não deram nenhuma importância a essa distinção. O capitalista rentista é um mero ônus para as sociedades modernas, como Keynes ressaltou quando se referiu à “eutanasia do rentista”. Toda política que consegue reduzir as taxas de juros e as rendas a médio prazo, taxando essas rendas e dividendos distribuídos mais fortemente, reduz as desigualdades sem reduzir a taxa de lucro.

Como bem sabemos, a taxa de juros não depende unicamente do mercado. Por outro lado, a taxa “satisfatória” buscada pela macroeconomia desenvolvimentista deve ser vista em relação ao custo do capital. O importante para o empresário é a diferença entre as duas taxas. Portanto, a remuneração por excelência dos capitalistas rentistas ou ociosos – a taxa de juros – deveria ser a mais baixa possível. A resistência a esse tipo de política virá dos próprios rentistas e dos profissionais do setor financeiro, os financistas, que são pagos para administrar a riqueza dos rentistas. A remuneração que lhes interessa – juros, rendas e dividendos – não contribui para o desenvolvimento econômico: é apenas o preço que os empresários ou os capitalistas ativos precisam pagar para usar seu capital. Para esses dois grupos, aos quais podem ser acrescentados os emprestadores externos para os países em desenvolvimento, o objetivo fundamental da política econômica é manter as taxas de juros nominais relativamente altas e a inflação no nível mais baixo possível, porque o resultado – a taxa real de juros – aumentará sua remuneração. A maioria das políticas econômicas apoiadas por economistas liberais ou ortodoxos satisfaz a essas exigências.

Uma segunda maneira de reduzir a desigualdade é reduzir as diferenças entre a remuneração dos profissionais superiores, especificamente financistas e altos executivos das grandes empresas, e os salários dos trabalhadores. A política por excelência para atingir esse resultado é a taxação progressiva de suas receitas, o que foi feito com excelentes resultados nos anos dourados do capitalismo, mas rejeitado nos anos neoliberais

que se seguiram, quando os capitalistas rentistas e financistas, bem como a teoria neoclássica que legitima as políticas neoliberais, eram dominantes. Melhor educação e treinamento também ajudarão a reduzir essa desigualdade, mas demoram muito para fazer efeito. A taxa progressiva é necessária para acelerar a mudança.

Finalmente, a expansão do Estado de bem-estar social é uma política por excelência para reduzir as desigualdades econômicas, por duas razões. Em primeiro lugar, o consumo coletivo, sob a forma de grandes serviços sociais como educação, assistência à saúde, cultura, seguridade social, assistência social e mecanismos para garantir uma renda mínima, é geralmente mais eficiente do que o consumo privado: aumenta o padrão de vida da população de forma mais barata do que o aumento direto dos salários. Tomemos, por exemplo, as despesas com assistência à saúde nos países mais desenvolvidos da Europa em comparação com as dos Estados Unidos. Enquanto nos Estados Unidos correspondem a 17% do PIB, nos países europeus, onde a cobertura da assistência à saúde é universal, elas representam somente 11%. Em segundo lugar, o consumo coletivo é financiado pelos impostos; mesmo se os políticos conservadores se esforçam para tornar o sistema fiscal mais regressivo, esses impostos contribuirão para reduzir a desigualdade, porque de qualquer modo os ricos pagarão impostos, que serão usados para beneficiar os pobres.

Resumo

A dicotomia entre uma estratégia *domestic-led* e uma estratégia *export-led* é, portanto, falsa. Numa situação de crescimento equilibrado, em que as taxas de investimento e crescimento são razoavelmente satisfatórias, um país não precisa, nem deve, escolher entre as duas estratégias; ele precisa de uma estratégia equilibrada. Assumindo-se um progresso técnico neutro (uma relação capital-produto constante) e uma taxa de câmbio de equilíbrio, haverá equilíbrio nas contas externas do país e os salários crescerão à mesma taxa que a produtividade, assim como os custos unitários da mão de obra; a relação salário-lucro permanecerá constante, assim como a taxa de lucro que, a longo prazo, permanecerá em um nível satisfatório para que os empresários invistam. É verdade que, entre a taxa de salários e a taxa de lucro, há uma relação lucro-salário à qual também corresponde uma margem de lucro ou *mark-up*. Dado o mesmo nível de produtividade e emprego razoavelmente pleno, quanto maior for a relação lucro-salário, maiores serão a taxa de lucro e a taxa de investimento. Mas isso não significa que os empresários tentarão sempre aumentar a relação, porque não há sentido econômico nem político nisso. Cada nação deve definir uma meta para a taxa de investimento e, depois, buscar a relação lucro-salário e a taxa de lucro que são necessárias para alcançar essa meta.

A nação deve recorrer a uma estratégia *export-led*, e por um breve período, somente se a taxa de crescimento corrente for insatisfatória – se essa taxa estiver crescendo

abaixo da taxa necessária para alcançar os desenvolvidos. Ela estará crescendo abaixo de seu potencial porque sua taxa de câmbio está sobrevalorizada e, conseqüentemente, as empresas que usam tecnologia no estado da arte mundial não são internacionalmente competitivas. Será então necessário desvalorizar a taxa de câmbio para o nível do equilíbrio competitivo, o que implicará um aumento da taxa de lucro e uma queda temporária dos salários. Se o país conseguir fazer essa mudança e, ao mesmo tempo, for capaz, por meio da taxaço progressiva, de transferir o sacrifício para os capitalistas rentistas, não haverá aumento da desigualdade entre lucros e salários. A alternativa da temporária adoção de uma estratégia *domestic-led* só seria justificada se assumirmos que os empresários (não os rentistas) estão auferindo lucros excessivos. Mas nesse caso seria difícil explicar por que a taxa de investimento permanece num nível insuficiente e há desemprego e baixo crescimento.

Para alcançar sua extraordinária taxa de crescimento, a China depreciou sua taxa de câmbio durante a década de 1980. Entretanto, essa estratégia *export-led* foi temporária. Tão logo o país alcançou uma taxa de crescimento em torno de 9% ao ano, seu crescimento ficou equilibrado. Nos anos 2000, porém, o crescimento foi além de 10% ao ano. Esse fato e os problemas sociais envolvidos levaram o governo chinês a modificar a política e a dar prioridade ao mercado interno, adotando uma estratégia *domestic-led*. A crise financeira global de 2008 forçou-o a tomar medidas expansionistas dramáticas, mas assim que elas tiveram êxito, o governo voltou a uma política de crescimento equilibrado. A China experimenta agora taxas de crescimento em torno de 7,5%, tendo em vista a longa quase-estagnação dos países ricos e a substancial valorização do yuan desde 2010.

Finalmente, a maneira de conseguir uma distribuição de renda menos desigual sem comprometer as margens de lucro que estimulam os empresários a investirem é reduzir as receitas líquidas dos capitalistas rentistas e profissionais superiores, ao mesmo tempo aumentando os gastos sociais, que são uma forma geralmente eficiente de salários indiretos.

Questões

1. Quais são as características das estratégias de crescimento *export-led* e *wage-led*?
2. Por que a estratégia *wage-led* requer uma economia mais fechada? Qual seria a consequência do menor grau de abertura da economia?
3. Até quando a estratégia deverá ser *export-led*? Ou por que a estratégia *export-led* termina sendo temporária?
4. Qual a relação entre a lei de Thirlwall e a estratégia de crescimento?
5. No longo prazo, qual estratégia pode ser mais benéfica aos trabalhadores? Por quê?
6. Como seria possível distribuir renda em uma estratégia *export-led*?

13

NEUTRALIZAÇÃO DA DOENÇA HOLANDESA

Contar com recursos naturais abundantes e baratos pode ser uma bênção, mas desde que a doença holandesa ou maldição dos recursos naturais seja devidamente neutralizada. Já vimos que doença holandesa é uma sobrevalorização de longo prazo da moeda nacional; é uma desvantagem competitiva originada de commodities que utilizam recursos naturais que, por serem portadores de rendas ricardianas ou se beneficiarem por booms de commodities, podem ser exportadas com lucro satisfatório a uma taxa de câmbio substancialmente mais apreciada do que a necessária para que os demais bens e serviços *tradable* que o país produz ou pode vir a produzir utilizando tecnologia no estado da arte mundial sejam competitivos. No Capítulo 6 discutimos em termos teóricos essa grande desvantagem competitiva que o mercado não tem qualquer possibilidade de controlar; neste capítulo discutimos como neutralizá-la, como equalizar a taxa de câmbio de equilíbrio corrente (que garante o equilíbrio intertemporal da conta-corrente do país) à taxa de câmbio de equilíbrio industrial, que assegura um lucro satisfatório para as empresas produtoras de não commodities que empregam tecnologia no estado da arte mundial.

As rendas ricardianas que derivam de recursos naturais (e humanos) baratos são uma fonte significativa de crescimento para os países em desenvolvimento mais pobres. Geralmente são a maneira pela qual tais países podem fazer sua acumulação original ou primitiva e, desse modo, criar condições para a futura revolução industrial. Nesse estágio, não é essencial neutralizar a doença holandesa, porque ainda não existem as condições mínimas para a industrialização. Mas tão logo essas condições comecem a aparecer, a neutralização da doença holandesa se torna uma condição para a industrialização, pois uma taxa de câmbio sobrevalorizada torna a industrialização impossível.

No passado, quando os países hoje de renda média se industrializaram, recorreram ao argumento da “indústria nascente” para legitimar a proteção tarifária, enquanto os países ricos, começando pela Inglaterra, contestavam a proteção, e afirmavam que se tratava de “protecionismo”, o qual seria irracional dada a lei das vantagens comparativas. Na verdade uma parte considerável do que era considerado protecionismo era neutralização da doença holandesa. Só é possível compreender porque os Estados Unidos mantiveram tarifas elevadas até 1939 se considerarmos que dessa maneira eles estavam neutralizando a doença holandesa. Quando o Brasil fez a abertura comercial em 1990-1991, não percebeu que estava ao mesmo tempo jogando fora o último mecanismo de neutralização da doença holandesa que o país adotou para neutralizar sua doença holandesa e se industrializar: um mecanismo baseado em tarifas elevadas e elevados subsídios à exportação de manufaturados, enquanto as commodities ficavam com a taxa nominal de câmbio, que neutralizava a doença holandesa, que, em 1967, substituiu outras formas de neutralização da doença holandesa, geralmente sistemas de taxas de câmbio múltiplas.

Quando, a partir de meados dos anos 1980, os países em desenvolvimento foram pressionados para abrir suas economias e, afinal, dada a hegemonia ideológica neoliberal, cederam, não argumentaram a favor da continuação da tarifa invocando o conceito da doença holandesa, uma vez que a *desconheciam*. Entretanto, ao cobrarem impostos sobre as importações de produtos manufaturados, estavam, na prática, desvalorizando sua moeda em relação às importações dos bens sujeitos ao imposto. Nesse caso, o imposto estava desempenhando dois papéis: compensava o caráter nascente das empresas industriais, protegendo-as da competição externa, e neutralizava a doença holandesa do ponto de vista das importações: as empresas do país continuavam a ter uma desvantagem competitiva nas exportações, mas ela desaparecia em relação às importações ou ao mercado interno. Desse modo, o imposto de importação não apenas fornecia proteção, como se costuma geralmente pensar, mas foi também uma maneira de neutralizar a doença holandesa do lado da importação. Quanto disso seria proteção e quanto seria neutralização? Varia de um bem para outro e de um país para outro. Vamos supor que a tarifa de importação em um país X seja de 40%. E vamos supor que estimamos a gravidade da doença holandesa como sendo 25% do preço de exportação; o governo, porém, não impôs um imposto de exportação de 25% para neutralizá-la e sim uma tarifa de importação de 40%. Nesse caso, dos 40% da tarifa, 25% representam a neutralização da doença holandesa e 15%, a proteção efetiva. Assim, quando estudamos a taxa de câmbio de mercado num país com a doença holandesa, devemos fazer uma distinção entre a taxa de câmbio *efetiva* de mercado (que é definida levando-se em conta uma cesta de moedas em lugar de uma única moeda reserva) e o que propomos chamar de taxa de câmbio *líquida efetiva* de mercado. A taxa de câmbio líquida efetiva é entendida como a taxa de câmbio média que resulta de levar em conta não apenas a taxa de câmbio efetiva, mas também a média dos impostos de importação e subsídios à exportação aos quais os bens estão sujeitos. Assim, no caso de um bem que atraia uma tarifa de importação

média de 30%, a taxa de câmbio líquida efetiva para aqueles que o importam será 30% maior do que a taxa de câmbio efetiva de mercado.

O país que enfrenta a maldição dos recursos naturais sempre auferirá rendas ricardianas – é por isso que elas podem ser uma bênção – mas o problema fundamental não é saber como elas serão distribuídas, mas como a doença holandesa será neutralizada através de um imposto sobre a exportação de commodities, de forma a tornar competitivas todas as demais empresas existentes e potenciais que utilizem a melhor tecnologia disponível no mundo. Depois de feito isto podemos discutir como elas serão distribuídas. Se não for instituído nenhum imposto de exportação, ou se o imposto de exportação for insuficiente para neutralizar a doença holandesa, teoricamente elas estarão sendo compartilhadas por toda a população na medida em que uma taxa de câmbio sobrevalorizada reduz os custos de todos os bens comercializáveis, população – o que parece muito bom –, mas não haverá industrialização. Na prática, porém, essa é geralmente uma forma de beneficiar apenas a minoria rica do país em desenvolvimento. Como existe nesses países uma oferta ilimitada de mão de obra, os salários permanecerão em nível de subsistência e as rendas ricardianas serão capturadas pelas classes média e alta, quando não simplesmente capturadas pelos políticos do regime autoritário que geralmente está no poder.

Neste capítulo, discutiremos como neutralizar a doença holandesa. Na primeira seção, mostramos que o instrumento específico para fazer essa neutralização é um imposto ou retenção sobre as exportações da commodity que está gerando a doença holandesa; se esse imposto for igual à gravidade da doença, ele elevará o valor da taxa de câmbio para a commodity correspondente e equalizará o equilíbrio corrente e o equilíbrio industrial. Em segundo lugar, mostramos que não é o exportador da commodity que efetivamente paga o imposto, mas a população do país exportador. Em terceiro lugar, discutimos outras formas de neutralização que as autoridades econômicas adotam quando têm apenas uma intuição do que é a doença holandesa e de como neutralizá-la. Finalmente, discutimos as dificuldades em cobrar o imposto e o problema da destinação dos recursos do imposto.

Neutralização

A maneira de neutralizar a doença holandesa é instituir um imposto de exportação sobre as commodities que se beneficiam das rendas ricardianas.¹ Esse imposto deve

¹ O imposto não deve, em princípio, ser cobrado apenas sobre as exportações, mas também sobre as vendas internas, de modo a evitar uma distorção dos preços relativos. Mas na Argentina, depois de 2002, a doença holandesa foi neutralizada pelas “retenciones”, que incidiram somente sobre as exportações. Isso torna o imposto mais aceitável para a população quando a commodity é também um bem de consumo, como acontece com a soja, a carne e o trigo, que a Argentina exporta. Em 2009 o governo argentino tentou tornar variáveis as “retenciones”, mas não conseguiu a aprovação do Parlamento.

corresponder à gravidade da doença, isto é, deve ser igual à *diferença* em moeda nacional entre a taxa de câmbio de equilíbrio corrente e a taxa de câmbio de equilíbrio industrial por dólar exportado. Dessa forma, o custo mais lucro satisfatório das empresas exportadoras de commodities aumenta, o equilíbrio corrente aumenta, e este se torna igual ao equilíbrio industrial. O imposto deve ser variável, para que o governo possa aumentá-lo ou baixá-lo de acordo com as mudanças do preço internacional da commodity (a doença se torna mais grave quando os preços sobem, e menos grave quando os preços caem). Se houver várias commodities gerando a doença holandesa, o imposto deve ser diferente para cada commodity, dado que as respectivas rendas ricardianas não serão necessariamente iguais. Se o país for pequeno, ele será um tomador de preços (*price taker*) e o imposto não afetará o preço internacional da commodity; se não for esse o caso e o país for um formador de preços (*price maker*), o aumento do preço internacional terá de ser considerado na fixação do imposto.

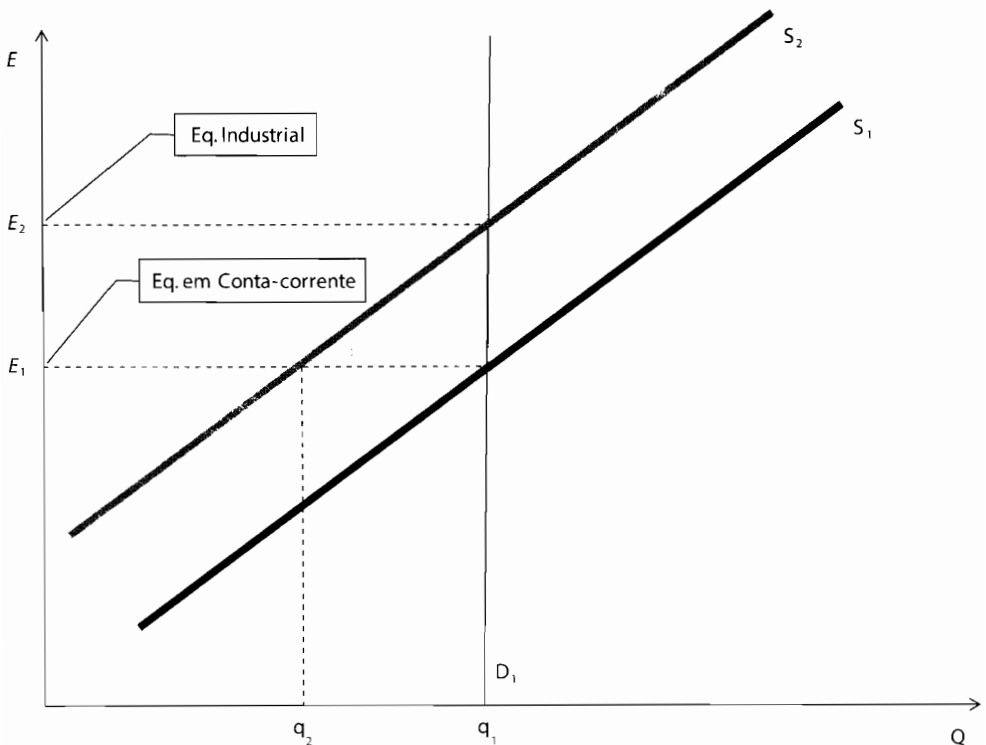
Quando o imposto é instituído (à taxa correta), aumenta o custo suportado pelo exportador. Isso significa, de um lado, que o valor da taxa de câmbio (custo mais um lucro razoável) aumenta e, por outro lado, que a curva de oferta do produto em relação à taxa de câmbio (não em relação ao preço, que tratamos aqui como dado) se desloca para cima e para a esquerda, até o nível da taxa de equilíbrio industrial. Tendo em vista que a demanda externa pela commodity é totalmente inelástica em relação a mudanças da taxa de câmbio, o equilíbrio se deslocará para cima de acordo com o valor do imposto. Como esse imposto é igual à diferença entre os dois equilíbrios, estes coincidirão e a doença holandesa terá sido neutralizada.

Os economistas – e neste caso não apenas os economistas ortodoxos mas também os estruturalistas e keynesianos – têm dificuldade de entender que um imposto de exportação seja capaz de desvalorizar a taxa de câmbio, porque costumam presumir que a taxa seja determinada apenas pela oferta e demanda de moeda estrangeira. Essa suposição equivocada, que não diferencia o preço de mercado ou a taxa de câmbio de mercado do preço necessário ou do valor da taxa de câmbio, torna impossível para eles entenderem por que um imposto que não tem efeito direto sobre a oferta e demanda de dinheiro é capaz de neutralizar a doença holandesa. Ou então eles acham que um imposto de exportação teria esse efeito se a receita arrecadada pelo Estado fosse investida fora do país em um fundo soberano, não acarretando, portanto, um aumento da oferta de moeda estrangeira no mercado interno. Isso é um erro: o que neutraliza a doença holandesa é o imposto, não o fundo soberano. É aconselhável usar a receita do imposto para financiar um fundo soberano. Mas como os dois conceitos que definem a doença holandesa – a taxa de câmbio corrente e a taxa de câmbio de equilíbrio industrial – são equilíbrios em termos de valor, eles são determinados não pela demanda e oferta de moeda estrangeira, mas pelas mudanças do custo de produção. O imposto, não o fundo soberano, faz exatamente isso: aumenta o custo para o exportador e, desse modo, aumenta o valor da exportação em torno do qual o preço – a taxa de câmbio de mercado

– flutuará. O preço da taxa de câmbio acompanha o aumento do valor porque o valor (custo mais lucro razoável) é a determinante de longo prazo da curva de oferta da commodity. Quando as autoridades governamentais instituem um imposto de exportação, esse imposto faz com que a curva de oferta da commodity se desloque para cima e para a esquerda num valor igual à alíquota do imposto, e a taxa de câmbio se deprecia.

Assim, devemos pensar sobre a taxa de câmbio em termos de valor a longo prazo para entender por que o imposto neutraliza a doença holandesa. Se o imposto corresponder à gravidade da doença (à diferença percentual do equilíbrio industrial e do equilíbrio corrente em termos do primeiro), a taxa de câmbio se deslocará do equilíbrio corrente para o equilíbrio industrial: em outras palavras, o preço necessário corrente e o preço necessário industrial se equalizarão e a doença holandesa estará neutralizada. Não porque houve uma mudança na oferta ou na demanda de moeda estrangeira, mas porque o valor da commodity aumentou e sua curva de oferta se deslocou. A mudança ocorreu no valor da moeda estrangeira e, a partir desse momento, o preço de mercado da taxa de câmbio flutuará em torno desse novo valor.

Gráfico 13.1 Neutralização da doença holandesa por meio de um imposto de exportação



A neutralização da doença holandesa com o auxílio de um imposto de exportação pode ser facilmente compreendida a partir do Gráfico 13.1. Temos o valor da taxa de câmbio (não o preço) no eixo vertical e as quantidades no eixo horizontal. A diferença entre E_1 (a taxa de câmbio de equilíbrio corrente) e E_2 (a taxa de câmbio de equilíbrio industrial) representa a gravidade da doença holandesa na moeda nacional. $D1$ é a curva de demanda em relação à taxa de câmbio; é totalmente inelástica, pois a taxa de câmbio do país não a afeta. Assumindo-se que o país é pequeno, a demanda mundial e os preços internacionais são dados. Se o país for suficientemente grande para afetar a oferta total da commodity e seu preço internacional, seria necessário considerar que a redução de curto prazo da oferta causada pelo imposto fará com que o preço internacional aumente. Nesse caso, já que a demanda do bem é relativamente elástica em relação ao preço internacional, a curva de demanda no gráfico não seria inelástica, mas moderadamente elástica e apresentaria uma inclinação negativa. Isso complicaria o gráfico, mas não mudaria a análise. Tendo em vista a demanda e a taxa de câmbio, a quantidade exportada é q_1 .

As curvas de oferta $S1$ e $S2$ representam, respectivamente, a oferta da commodity antes do imposto de exportação e a oferta após o imposto de exportação, que é igual à gravidade da doença holandesa ($E_1 - E_2$). Essas curvas de oferta são definidas em termos dos preços necessários para que as empresas cubram seus custos, mais um lucro razoável. Como ensina a microeconomia básica, o imposto causa a mudança da curva de oferta. A quantidade oferecida a essa taxa de câmbio cai para q_2 , porque os produtores menos eficientes pensarão em deixar de produzir. Mas como a demanda é inelástica em relação à taxa de câmbio, e, portanto, constante, a taxa de câmbio se depreciará de E_1 para E_2 , de modo a restabelecer o equilíbrio entre a oferta e a demanda existentes. E a desvalorização da taxa de câmbio será igual ao imposto pago pelos exportadores, isto é, igual à gravidade da doença holandesa.

Vamos supor, por exemplo, que a taxa de câmbio de equilíbrio industrial seja de R\$2,70 por dólar e a taxa de câmbio de equilíbrio corrente, R\$2,20 por dólar. Se a taxa de câmbio de mercado estiver fluando em torno do equilíbrio corrente, porque não está sendo desvalorizada ainda mais pelos ingressos excessivos de capital (no caso da doença holandesa, em razão de uma expansão das exportações de produtos primários), um imposto de R\$0,50 por dólar deslocará a taxa de câmbio para R\$2,70 por dólar.

A neutralização é completada pela criação de um fundo internacional com as receitas derivadas desse imposto; o fundo evitará que o ingresso de receitas fiscais provoque a revalorização da taxa de câmbio através do efeito oferta. A criação do fundo e o investimento nele de todas as receitas do imposto terão o mesmo efeito que o controle dos ingressos de capital; ficará mais fácil para o Estado adotar uma política de equalizar as saídas líquidas de capital do país com seu superávit em conta-corrente.

Instituir um imposto elevado sobre as exportações de petróleo foi essencialmente o que fez a Noruega depois de ter descoberto e começado a exportar petróleo no Mar

do Norte. A Grã-Bretanha, que descobriu petróleo no Mar do Norte na mesma época, não neutralizou a doença holandesa e sua economia sofreu as consequências (CHATTERJI & PRICE, 1988). O Chile também neutraliza a doença holandesa taxando pesadamente as exportações de cobre, mas é uma neutralização parcial, porque o imposto não é igual à diferença entre os dois equilíbrios. Todos os países produtores de petróleo taxam suas exportações, mas geralmente em um nível que não consegue neutralizar a doença holandesa.

Quem paga pela neutralização?

Como acabamos de ver, assim que for instituído um imposto de exportação, a curva de oferta da commodity se deslocará para cima e para a esquerda com relação à taxa de câmbio, um único equilíbrio será estabelecido em lugar de dois, e o preço de mercado da taxa de câmbio flutuará em torno do novo equilíbrio. Mas quem paga por essa desvalorização? É importante destacar que os exportadores da commodity que formalmente pagam o imposto eventualmente não o pagarão, porque a taxa de câmbio cairá de acordo com o valor do imposto. Assim, mesmo após pagar o imposto, os produtores da commodity continuarão a auferir os mesmos lucros. Quem pagará, então? A população do país como um todo pagará por isso no curto prazo, através do relativo aumento do preço local dos bens comercializáveis resultante da desvalorização.

Estamos presumindo que a mudança do preço local acompanhará imediatamente a mudança do valor da taxa de câmbio. Se, mais realisticamente, abandonarmos essa hipótese, os exportadores enfrentarão um custo de transição durante o tempo que for necessário para o preço local aumentar proporcionalmente ao imposto – o que explica por que os exportadores da commodity são tão hostis ao imposto. A mão de obra também terá de pagar um custo de transição, porque os salários cairão durante um certo período. Mas enquanto os exportadores voltarão em breve a suas posições originais, dependendo do tempo necessário para ocorrer a convergência entre o preço e o valor, os trabalhadores terão de esperar pelo aumento previsto da taxa de crescimento e da demanda de mão de obra para ver seus salários aumentarem; assim que isso acontecer, porém, eles logo estarão em melhor situação do que antes, na medida em que seus salários estarão acompanhando um aumento muito mais rápido da taxa de produtividade.

Isso sugere que o governo terá dificuldade com os exportadores e provavelmente lhes oferecerá algumas garantias como, por exemplo, (a) fazer um esforço especial para aumentar os controles de capital ou comprar mais dólares para acelerar a transição para o novo equilíbrio, e (b) usar parte da receita do imposto como um fundo de garantia para o preço da commodity – o que será interessante se a sobrevalorização não for excessiva (ou seja, se a doença holandesa não for grave demais), porque, nesta circunstância, há o risco de, por outras razões, o preço internacional da commodity cair mais do que o

necessário para fazer com que a doença holandesa desapareça. Nesse caso, mesmo se o governo reduzisse a alíquota do imposto para zero, a produção da commodity não seria rentável; mas então os produtores receberiam uma compensação do fundo sob a forma de um imposto negativo.

Finalmente, precisamos saber o que o governo faria com a receita arrecadada com o imposto. De modo ideal, ele estabeleceria um fundo de investimento internacional, como fez a Noruega. Nesse caso, a neutralização seria perfeita, porque nenhuma moeda estrangeira ingressaria no país. Como alternativa, o governo pode gastar as receitas do imposto (a) em investimentos públicos necessários e em maiores gastos sociais, como fazem a Argentina e o Chile, e como o Brasil planeja fazer a partir de suas exportações da camada do pré-sal; ou (b) para reduzir ou manter baixa a carga tributária, como acontece no México; ou (c) para criar um fundo de estabilização que garanta os produtores agrícolas contra violentas flutuações dos preços internacionais das commodities; ou, finalmente, (d) permitindo que elas sejam capturadas por um pequeno grupo de políticos corruptos, burocratas e capitalistas locais associados a empresas multinacionais nos países ricos, como geralmente acontece nos países pobres exportadores de petróleo. Em qualquer desses quatro casos, o gasto das receitas do imposto levará a um aumento da demanda de importações, o que aumentará a demanda de moeda estrangeira, e o preço da taxa de câmbio se depreciará.

Outras formas de neutralização

A doença holandesa existe desde os tempos do mercantilismo. O atraso da Espanha e de Portugal a partir do século XVII foi certamente causado pelo ouro que ambos os países extraíam de suas colônias, o que apreciou suas taxas de câmbio e tornou o desenvolvimento industrial praticamente impossível. O Tratado de Methuen (1703) entre Inglaterra e Portugal, que estabeleceu que Portugal exportaria vinho para a Inglaterra e importaria produtos manufaturados, costuma ser usado para explicar o atraso de Portugal, mas foi antes sua consequência do que sua causa. Em vista da sobrevalorização de longo prazo da taxa de câmbio, Portugal não poderia desenvolver uma indústria de transformação. Mas a doença holandesa, ou a maldição dos recursos naturais, só foi identificada nos anos 1960, e somente em 1982 foi construído um modelo para ela. A partir daí, alguns trabalhos discutiram essa doença, mas a maioria estava interessada em discutir suas consequências políticas nos países pobres (busca de rendas). Só depois que o estudo de Bresser-Pereira sobre o tema foi publicado em 2008 é que ficou claro que o que define a doença holandesa é a existência de dois equilíbrios da taxa de câmbio e que a maneira adequada de neutralizá-la é instituir um imposto de exportação igual à gravidade da doença. Assim, é compreensível que os historiadores econômicos que tentaram explicar por que alguns países permaneciam atrasados raramente se referiram ao

obstáculo representado pela crônica sobrevalorização da taxa de câmbio causada principalmente pela doença holandesa. Por outro lado, sabemos que vários países afetados pela doença holandesa conseguiram se industrializar. Como explicar isso, considerando que os formuladores de políticas desses países não dispunham de um modelo da doença holandesa e de sua neutralização?

Para responder a essa questão devemos primeiro distinguir três estágios do desenvolvimento econômico de um país. Num primeiro estágio – o estágio da acumulação primitiva, que precede a revolução industrial nesse país – a exploração dos recursos naturais é uma bênção e não uma maldição, porque permite ao país participar do comércio internacional e investir em uma infraestrutura econômica mínima ou, em outras palavras, realizar a acumulação original de capital que é necessária para o surgimento de uma classe empresarial capitalista. É a existência desses recursos que permite a uma economia pré-capitalista, onde só existem os primórdios de um capitalismo mercantilista, ser admitida nos mercados mundiais. O país ainda carece das condições mínimas do lado da oferta para se industrializar, o crescimento econômico depende unicamente das exportações de commodities, e o fato de que a doença holandesa não tenha sido devidamente neutralizada não aparece como um claro obstáculo ao desenvolvimento econômico. No entanto, mesmo nesse período, o governo deve taxar as exportações da commodity produzida por esses recursos naturais abundantes e baratos e usar as receitas ou para estabelecer um fundo ou, o que é mais realista, para financiar a educação, a assistência à saúde e a infraestrutura. Mas como o país não tem uma classe média para criar uma sociedade civil vigorosa e um Estado capaz, esse imposto será geralmente insuficiente para neutralizar a doença holandesa, mas será mais do que suficiente para estimular a busca de rendas pela oligarquia corrupta que muito provavelmente governa o país. Dado que a taxa de câmbio continua sobrevalorizada, num país de renda média – e ainda mais num país rico – as receitas de todas as famílias serão, a curto prazo, maiores do que seriam se o imposto fosse suficiente para neutralizar a doença holandesa. Mas isso não acontece num país pobre. Os salários permanecerão em nível de subsistência independentemente da taxa de câmbio, e a única beneficiária da não neutralização da doença holandesa será a oligarquia.

À medida que o país se desenvolve e as condições para a industrialização são satisfeitas, a doença holandesa se transforma num obstáculo fundamental ao desenvolvimento. As condições para a industrialização incluem certo nível de educação, um certo padrão de infraestrutura, uma melhor burocracia estatal, o surgimento de uma classe média e de uma elite nacionalista, e a gradual formação da instituição-chave do desenvolvimento econômico, ou seja, uma estratégia nacional de desenvolvimento que estimule o investimento. Nesse segundo estágio, o país enfrenta o desafio da industrialização, que é atendido pela produção de produtos manufaturados não sofisticados ou com baixo valor agregado *per capita*. A transferência de mão de obra da agricultura e da mineração para a indústria de transformação automaticamente implica ganhos

de produtividade, sobretudo porque os retornos de escala nesse setor tendem a ser maiores. Nesse estágio, a neutralização da doença holandesa se torna crucial para que a industrialização aconteça. Entretanto, como os governos ignoram a teoria da doença holandesa, essa neutralização geralmente só ocorre de modo incompleto e desorganizado, com o uso de estratégias menos adequadas, seja pela adoção de taxas de câmbio múltiplas seja pela adoção de altas tarifas de importação sobre todos os bens e subsídios à exportação para os produtos manufaturados – estratégias que atualmente são proibidas pelas normas da OMC.

O sistema de taxas de câmbio *múltiplas* era a maneira habitual de neutralizar a doença holandesa. Os sistemas mais simples envolviam a adoção de duas taxas fixas, uma mais apreciada, para as exportações de commodities e importações de bens considerados como necessários ou básicos, e outra mais depreciada, restrita às exportações de produtos manufaturados e à importação de bens de luxo ou não essenciais. Nos anos 1950 o Brasil adotou um sistema de cinco taxas de câmbio; os bens eram classificados em cinco categorias, de básicos a supérfluos e no interesse de proteger a indústria de transformação local, e a taxa de câmbio para cada categoria era determinada em leilões realizados pela bolsa de valores local, onde o governo oferecia dólares e os importadores adquiriam direitos de importação. O sistema funcionou razoavelmente bem durante algum tempo, neutralizando devidamente a doença holandesa.

Uma maneira *second best* de neutralizar a doença holandesa – *second best* porque apenas a neutraliza do ponto de vista do mercado externo, não das exportações – é instituindo uma “tarifa-câmbio” única para todos os bens manufaturados que se somaria à “tarifa-escalonamento”, especial para cada bem conforme sua sofisticação produtiva. A tarifa-câmbio variaria no tempo conforme subissem ou baixassem os preços das commodities exportadas para o país. Haverá certamente a acusação de que o país está recorrendo ao protecionismo, mas isto é obviamente falso dado o caráter único da tarifa-câmbio e sua variação de acordo com o aumento ou a diminuição da gravidade da doença holandesa.

As tarifas de importação foram adotadas pelos países com base na teoria da proteção da indústria de transformação nascente de Hamilton–List e também na teoria da tendência à deterioração dos termos de troca de Prebisch–Singer–Furtado.² Na verdade, uma tarifa de importação é uma maneira parcial mas eficaz de neutralizar a doença holandesa: ela só protege a indústria de transformação das importações estrangeiras, ou seja, neutraliza a doença holandesa para as finalidades do mercado interno, mas não estimula as exportações de manufaturados. Quando um país sofre da doença holandesa,

² Essa teoria sustentava que havia uma tendência a um aumento dos preços dos bens manufaturados (em razão da maior demanda mundial relativa e pressões salariais nos países desenvolvidos) e a uma diminuição dos preços dos bens primários (em razão da menor demanda mundial relativa), e que a solução estava na industrialização dos países exportadores de produtos primários. Assim, a substituição das importações foi uma das estratégias adotadas para se industrializarem e tentarem alcançar os países mais ricos.

a tarifa de importação pode ser considerada apenas como uma manifestação do protecionismo do país se a taxa for maior do que a taxa necessária para neutralizar essa falha de mercado; caso contrário, a tarifa não faz mais do que corrigir parcialmente essa falha.

Uma terceira forma de neutralizar a doença holandesa é através de um sistema de tarifas de importação e subsídios à exportação. Quando o país atinge o estágio em que começa a adquirir a capacidade de exportar produtos manufaturados, torna-se claro que as tarifas de importação por si sós não são suficientes, porque a neutralização acontece, neste caso, somente do lado da importação: as empresas manufatureiras domésticas, mesmo se seus custos forem competitivos, ainda são incapazes de exportar em razão da valorização da taxa de câmbio, agravada pelas restrições à importação de insumos. É por isso que, mais cedo ou mais tarde, o país reconhece o caráter parcial dessa medida, e mesmo quando não entende claramente o problema da doença holandesa, cria um sistema de subsídios às exportações de produtos manufaturados. Nesse caso, a neutralização é completada, embora de modo mal concebido, porque seria muito mais simples e lógico neutralizar a doença holandesa com um imposto de exportação. Em todo caso, é importante observar que, usando as tarifas de importação, o país não está simplesmente adotando uma estratégia “protecionista”; não está apenas protegendo as indústrias nascentes, mas neutralizando a doença holandesa do lado da importação, ao passo que, quando o país amplia os subsídios às exportações de produtos manufaturados, não está necessariamente concedendo privilégios a esses setores, mas neutralizando a doença holandesa do lado da exportação.

Um exemplo da aplicação desse modo de neutralizar a doença holandesa é a política tarifária adotada pelo Brasil entre 1967 e 1990, que denominamos “modelo Delfim Netto”.³ O governo estabeleceu um imposto médio de importação de 50% e um subsídio médio à exportação de produtos manufaturados também de 50%, enquanto as exportações de commodities eram remuneradas apenas pela taxa de câmbio nominal. Conseqüentemente, se a taxa de câmbio de mercado fosse de #2,00 por dólar, a taxa de câmbio líquida efetiva seria na verdade de #3,00 por dólar, exceto para os exportadores de commodities, que na prática pagavam um imposto de #1,00 ou 33,3% por dólar exportado.

Em todo caso, a partir do segundo estágio (o estágio da revolução industrial) e certamente durante o terceiro estágio (o estágio da exportação de produtos manufaturados), o país em desenvolvimento deve neutralizar ativamente sua doença holandesa por meio da firme administração de sua taxa de câmbio. Quando o país começa a se industrializar, o crescimento econômico dependerá da neutralização da doença. Foi isso que aconteceu com todos os países latino-americanos e asiáticos que se industrializaram no século XX. Os países latino-americanos, por exemplo, dispõem de abundantes recursos

³ Antonio Delfim Netto foi o notável economista desenvolvimentista e conservador que comandou a economia brasileira entre 1967 e 1973, o período do “milagre” brasileiro, e depois entre 1979 e 1984.

naturais, tanto minerais quanto agrícolas, o que lhes permitiu desenvolver setores para produzir e exportar bens primários. Entretanto, a partir da década de 1930, quando essa estratégia de crescimento baseada em exportações de commodities com baixo valor agregado *per capita* esgotou suas possibilidades e o desafio era se industrializar, esses países conseguiram enfrentar o desafio. Entre 1930 e 1980, o México e o Brasil em particular se industrializaram e cresceram extraordinariamente rápido, porque adotaram políticas que neutralizaram a doença holandesa.⁴ Seus políticos e economistas ignoravam a existência da doença holandesa mas, no contexto da estratégia desenvolvimentista que adotaram, recorreram frequentemente a taxas de câmbio múltiplas ou complexos sistemas de tarifas de importação aliados a subsídios à exportação que, basicamente, respondiam ao problema desvalorizando a moeda para os produtores de bens manufaturados. Desde o início dos anos 1990, entretanto, após uma importante crise financeira, países como o Brasil e o México, que tinham se industrializado, abriram suas economias sob a influência do Consenso de Washington e perderam sua capacidade de neutralizar a doença holandesa. Como resultado, gradualmente se desindustrializaram. A Argentina, ao contrário, foi capaz de instituir um imposto de exportação em 2002 que neutralizou sua doença holandesa. Durante muitos anos, experimentou superávits em conta-corrente, superávits fiscais e altas taxas de crescimento. Mas depois de 2007, quando a inflação subiu um pouco (o que era inevitável), o governo, em lugar de controlá-la com taxas de juros e política fiscal, adotou a clássica estratégia de usar a taxa de câmbio como âncora; a taxa de câmbio então se apreciou, apesar do imposto, e a era das altas taxas de crescimento acabou.

Dificuldades

De acordo com o relato acima, a neutralização da doença holandesa parece ser uma tarefa simples, mas na prática pode ser muito difícil, particularmente porque o governo terá de enfrentar resistência dos exportadores das commodities que dão origem à doença holandesa. Essa resistência é geralmente forte e irracional, porque o produtor que paga o imposto é compensado pela correspondente desvalorização da taxa de câmbio. Na realidade, a finalidade do imposto não é reduzir a lucratividade do setor exportador de commodities, mas mantê-la e eventualmente torná-la ainda mais estável. Mas não é fácil convencer esse setor, especialmente o agronegócio, que é sempre politicamente poderoso por estar presente em todo o país, é capaz de controlar as políticas locais e geralmente comanda um importante grupo de membros do Congresso. Será, portanto,

⁴ Em seu excelente trabalho sobre a doença holandesa na América Latina, Gabriel Palma (2005) não discute as formas de sua neutralização, mas claramente assume que ela foi neutralizada pelas políticas industriais do antigo desenvolvimentismo, que envolveram taxas de câmbio múltiplas e outras formas de administração da taxa de câmbio.

necessário oferecer aos exportadores de commodities algumas garantias de que a taxa de câmbio se deslocará para o novo equilíbrio. Assim, o governo precisa acompanhar a instituição do imposto com uma diminuição da taxa de juros e um aumento do controle dos ingressos de capital, de modo a fazer com que a taxa de câmbio se mova no sentido desejado. E, com as receitas do imposto, além de um fundo internacional para impedir que os ingressos de capital no país coloquem pressão sobre a taxa de câmbio, deve criar um fundo doméstico de estabilização para as commodities, para que, se seu preço internacional cair muito, o governo, além de baixar a alíquota do imposto para zero, terá recursos para socorrer os produtores.

Se o país tiver uma parcela significativa da oferta internacional do bem, o imposto pode também ter o efeito de aumentar seu preço internacional. Esse efeito provavelmente seria pequeno mas não pode ser negligenciado, porque o aumento dos preços internacionais em razão do imposto agrava a doença holandesa que o imposto pretende neutralizar.

Um segundo e fundamental problema para a resistência ao imposto de exportação sobre as commodities é a redução dos salários causada pela desvalorização da moeda local. A desvalorização efetiva menos a inflação, ou a desvalorização real, por definição causa uma mudança nos preços relativos em favor dos bens comercializáveis, cujos preços aumentam contra os preços dos bens não comercializáveis. Enquanto a moeda estiver sobrevalorizada como consequência da doença holandesa, os salários estarão artificialmente altos porque a população se beneficia diretamente das rendas ricardianas.⁵ A instituição de um imposto que neutraliza a doença holandesa apreciando a moeda nacional implica, portanto, uma diminuição da renda real do trabalho e dos alugueis de imóveis, mesmo corrigida de acordo com a inflação. Implica também uma diminuição relativa das receitas dos importadores de bens elásticos em relação ao preço e dos produtores de bens não comercializáveis, como a indústria hoteleira e a indústria da construção civil, que auferem menores parcelas da renda nacional. Em outras palavras, enquanto a doença holandesa estava agindo, as rendas ricardianas do país não estavam sendo capturadas exclusivamente pelos produtores de commodities, mas estavam beneficiando (a) todos os consumidores locais, que estavam comprando bens comercializáveis a preços mais baixos, (b) os importadores tanto de bens finais como de bens intermediários, cuja demanda era elástica, e (c) os produtores de bens não comercializáveis, cuja demanda estava crescendo em razão do aumento da renda disponível da população. Quando o imposto é criado, as rendas ricardianas continuam no país, mas agora se tornam receita do Estado.

⁵ Obviamente, é possível argumentar que, mantendo a taxa de câmbio depreciada, o país estará domesticamente produzindo bens sofisticados que poderiam ser importados a um preço menor, de tal forma que o excedente do consumidor seja apropriado por seus produtores; mas isso não acontece. O país está produzindo todos os bens de alta tecnologia e não há proteção. Assalariados ou consumidores, porém, perdem a curto prazo em termos de bem-estar, porque essa é a condição para neutralizar a doença holandesa.

Entretanto, como salientamos no Capítulo 12 e demonstramos no Gráfico 12.1 com relação aos salários e demais rendimentos, sua diminuição é temporária. Haverá uma perda imediata no momento de desvalorização *once and for all*, mas depois, tendo em vista o aumento das taxas de investimento, crescimento e produtividade, o desemprego diminuirá e a taxa de salários começará a crescer a uma taxa maior do que antes da desvalorização que neutralizou a doença holandesa; e assim os trabalhadores logo gozarão de maiores salários e maior segurança no emprego.

À luz desses problemas, é compreensível que países seriamente afetados pela doença holandesa, como a Arábia Saudita, a Venezuela ou a Bolívia, tenham dificuldade em neutralizá-la. Todos os países exportadores de petróleo cobram impostos sobre as exportações de petróleo, mas geralmente o imposto tem um objetivo apenas fiscal e sua alíquota é incapaz de compensar a sobrevalorização da moeda causada pela doença. O Estado não tem poder para instituir um imposto maior porque (a) o conceito e a teoria da doença holandesa são ignorados até mesmo pelos responsáveis pela política econômica do Estado, (b) mesmo as empresas que exportam as commodities taxadas resistem a ele, e (c) os líderes governamentais temem as consequências da neutralização da doença holandesa sobre os salários e sobre a inflação. Mas mesmo em países como o Brasil, onde a doença holandesa é menos grave, a neutralização da doença é muito difícil, especialmente em razão do poder político do agronegócio.

Consequências financeiras da neutralização

Qual é o efeito da neutralização da doença holandesa? Se a neutralização for completa, o país apresentará um superávit em conta-corrente e talvez também um superávit orçamentário.⁶ A razão do superávit em conta-corrente pode ser inferida das definições da taxa de câmbio de equilíbrio da conta-corrente e da taxa de câmbio de equilíbrio industrial. As exportações de commodities que dão origem à doença holandesa determinam o nível da taxa de câmbio, colocando-a no equilíbrio corrente, porque esse é o nível que torna lucrativas as empresas exportadoras de commodities. A demanda de importações vai se ajustar às receitas das exportações. A taxa de câmbio variará, naturalmente, em torno desse nível. Neutralizar a doença holandesa significa mudar a taxa de câmbio de equilíbrio corrente para a taxa de câmbio industrial; significa, portanto, passar de um equilíbrio da conta-corrente (se os ingressos líquidos de capitais forem iguais a zero) para um superávit em conta-corrente. A situação de um país pobre em

⁶ O país também apresentará um correspondente superávit orçamentário quando houver um superávit em conta-corrente se as contas do setor privado estiverem equilibradas, ou seja, se os investimentos privados forem iguais à poupança privada. O superávit é gerado pela receita do imposto de exportação; além disso, quando o país cria um fundo para investimento no exterior, ele deixa de esterilizar o ingresso de capitais e remove a pressão dessa fonte para aumentar a dívida pública.

capitais transferindo capital para os países ricos em capital desafia o senso comum, mas essa é a maneira de estimular a poupança, o investimento e o crescimento no país em desenvolvimento. De quanto deve ser o superávit? Isso dependerá da gravidade da doença holandesa, isto é, da distância entre a taxa de câmbio de equilíbrio corrente e a taxa de câmbio de equilíbrio industrial. Quanto maior a diferença entre os dois equilíbrios, maior deve ser o superávit em conta-corrente.

Quanto ao orçamento público, deve também mostrar um superávit modesto quando o país neutraliza sua doença holandesa. O modelo dos déficits gêmeos oferece uma explicação preliminar para isso. Se um país atingir um superávit em conta-corrente, isso significa que acumulou poupança em relação ao resto do mundo. Se a taxa de câmbio estiver no equilíbrio corrente, os setores público e privado estarão ambos em equilíbrio, e as contas governamentais devem também mostrar um superávit, como previsto pelo modelo dos déficits gêmeos (que se sustenta somente quando a taxa de câmbio está em equilíbrio). Se a taxa de câmbio estiver sobrevalorizada e o setor público estiver relativamente equilibrado, o país apresentará um déficit em conta-corrente associado ao aumento do endividamento do setor privado. Isso é comum em países de renda média (e também nos países ricos, como vimos na crise do euro), onde o controle do orçamento pelo governo tende a ser mais rígido, enquanto há pouco controle sobre o endividamento privado. O inverso (um superávit em conta-corrente e um déficit público) também pode ocorrer quando a taxa de câmbio está sobrevalorizada, mas isso tenderá a acontecer em países pobres, nos quais o populismo fiscal é endêmico.

Muitas pessoas pensam que a forma de neutralizar a doença holandesa é através do estabelecimento de um *fundo soberano* e nele aplicar todas as receitas do imposto de exportação, como faz a Noruega. Esse é um engano; o que neutraliza a doença holandesa é o imposto de exportação norueguês. O fato é que o país não deve internalizar imediatamente o imposto, porque isto implicará entradas de dólares que pressionarão a taxa de câmbio para que ela volte a se apreciar. Além disso, significará que o governo gastará os recursos do imposto, quando o objetivo desse fundo não é fiscal, mas de neutralização da doença holandesa. O fundo soberano resolve os dois problemas; dá vazão ao superávit orçamentário do país decorrente do imposto e é consistente com o superávit da conta-corrente do país. Além disso, o Estado não terá que realizar operações de esterilização para reduzir a oferta monetária e, portanto, não sofrerá pressão do setor externo para aumentar sua dívida pública. Entretanto, os políticos nos países em desenvolvimento dificilmente concordarão em usar todas as receitas do imposto dessa forma. Eles provavelmente usarão uma parte ou mesmo todas as receitas do imposto de exportação para financiar os gastos públicos exigidos pela sociedade.

É preciso estar claro que o superávit em conta-corrente é uma condição para a neutralização da doença holandesa. A falta de um superávit em conta-corrente num país com a doença holandesa é uma indicação segura de que o país não está neutralizando a

permanente sobrevalorização de sua taxa de câmbio e, assim, está tolerando um importante obstáculo ao seu desenvolvimento econômico.

Entretanto, um problema fundamental de desequilíbrio internacional emerge da necessidade dos países em desenvolvimento de neutralizar a doença holandesa. Se todos ou muitos desses países conseguirem neutralizar a doença holandesa, seus superávits em conta-corrente combinados teriam de ser equilibrados pelos equivalentes déficits em conta-corrente combinados dos países (predominantemente países ricos) que não sofrem da doença holandesa. Significaria que os países ricos não teriam opção senão transferir riqueza para os residentes dos países que neutralizaram a doença holandesa? Não necessariamente. Tendo em vista que a maioria desses países ricos – certamente os maiores – têm moedas-reserva, eles são capazes de se endividar em suas próprias moedas e reembolsar a dívida imprimindo dinheiro. Imprimir dinheiro era, até pouco tempo atrás, considerado como um pecado, mas a experiência do “afrouxamento quantitativo” pelos países ricos após a crise financeira global de 2008 tornou essa prática menos questionável; ela foi eficaz para desvalorizar suas moedas, mas não causou inflação.

De qualquer modo, os déficits em conta-corrente nos países ricos não representam um grande problema para eles. Eles continuarão a ser ricos e continuarão a crescer, mas o *catching up* estará acontecendo. Consequentemente, não apenas a renda mas também a riqueza fluirão entre os países, reduzindo assim o desequilíbrio do estoque de riqueza existente no mundo. Naturalmente, a resistência política dos países ricos a esse resultado já é considerável e continuará a ser assim. A indiferença de seus economistas à teoria da doença holandesa, a confusão que criam ao interpretar a maldição dos recursos naturais como um problema institucional e moral e não como um problema econômico e, mais amplamente, sua relutância em levar em conta a taxa de câmbio no desenvolvimento econômico são indícios dessa resistência.

Nos países pobres que não sofrem da doença holandesa, o problema dos déficits em conta-corrente é mais grave; mas poucos países estão nessa situação, porque se um país como esse não tiver recursos naturais abundantes e baratos para exportar, terá mão de obra barata e uma ampla dispersão salarial – e sofrerá, portanto, como definimos acima, da doença holandesa em seu sentido amplo, que ele conseguirá neutralizar administrando a taxa de câmbio (como geralmente fazem os países asiáticos) e, assim, também obter um superávit em conta-corrente ou, pelo menos, um equilíbrio.

Os países que sofrem da doença holandesa parecem estar gradualmente prestando atenção ao problema e à necessária solução, que envolve taxar as commodities que dão origem à doença. Como consequência, já estão deixando de incorrer déficits em conta-corrente e começando a caminhar para um superávit. Mas, por enquanto, a doença está apenas parcialmente neutralizada em muitos países exportadores de commodities. Se ignorarem a doença e adotarem o imposto de exportação apenas por razões fiscais, eles também reduzirão assim a sobrevalorização da moeda, uma vez que as empresas exportadoras que pagam o imposto começam a precisar de uma taxa de câmbio mais

desvalorizada para conseguir exportar com lucro. Assim, já estamos vendo, em países produtores de petróleo, grandes superávits em conta-corrente e a formação de grandes fundos soberanos de investimento.

Resumo

Podemos agora reunir o modelo da doença holandesa que apresentamos no Capítulo 6 com a discussão de sua neutralização realizada neste capítulo.

A doença holandesa é um componente fundamental da tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio que caracteriza os países em desenvolvimento.

A doença holandesa é uma sobrevalorização da taxa de câmbio relativamente permanente, resultante da exportação de commodities que utilizam recursos naturais abundantes e baratos; é uma falha de mercado que se caracteriza por duas taxas de câmbio de equilíbrio: o equilíbrio corrente, que é satisfatório para as commodities que se beneficiam das rendas ricardianas, e o equilíbrio industrial, o valor da taxa de câmbio necessário para que outras indústrias de bens comercializáveis utilizando tecnologia no estado da arte mundial sejam competitivas ou lucrativas.

Esses dois equilíbrios são determinados em termos de *valor*, são o *preço necessário* em torno do qual o preço de mercado ou preço nominal da taxa de câmbio flutua, de acordo com a demanda e a oferta de moeda estrangeira; o valor da taxa de câmbio ou da moeda estrangeira remunera adequadamente as empresas competentes que produzem bens e serviços comercializáveis, e equilibra intertemporalmente a conta-corrente do país. Por adequada remuneração entendemos a receita que cobre o custo mais uma taxa de lucro razoável. Quando um país sofre da doença holandesa, devemos definir o valor da taxa de câmbio de equilíbrio industrial, a taxa que cobre o custo mais uma margem de lucro razoável das empresas manufatureiras que usam tecnologia no estado da arte mundial.

A gravidade da doença holandesa é igual à diferença entre os valores das duas taxas de câmbio de equilíbrio.

A doença holandesa não neutralizada representa um importante obstáculo à industrialização de um país. Se o país já estiver industrializado e deixar de neutralizar a doença holandesa, enfrentará desindustrialização.

Há uma incompatibilidade básica entre uma doença holandesa não neutralizada e o crescimento econômico, porque o crescimento econômico sempre depende da possibilidade de transferir mão de obra para setores com maior valor agregado *per capita*, uma vez que os produtos manufaturados mais sofisticados necessariamente utilizam trabalhadores mais altamente qualificados (cujos ordenados excedem os dos trabalhadores não qualificados em grau muito maior do que nos países ricos). Essa transferência de mão de obra é impossível quando ocorre a doença holandesa, porque o investimento na indústria de transformação é insuficiente.

A neutralização da doença holandesa é efetuada por meio de um imposto de exportação que reflita adequadamente a gravidade da doença, que aumenta o custo mais um lucro razoável das commodities que lhe dão origem: em outras palavras, ela desloca para a esquerda a curva de oferta da commodity em relação à taxa de câmbio.

Embora os países em desenvolvimento tenham sempre sofrido da doença holandesa sem perceber, muitos deles se industrializaram; a razão é que, na prática, eles neutralizaram a doença holandesa usando taxas de câmbio múltiplas, além de tarifas de importação e subsídios à exportação que representavam um imposto disfarçado sobre as commodities. Eles justificavam essas políticas por referência às teorias da proteção à indústria de transformação nascente e da deterioração dos termos de troca; entretanto, não há protecionismo quando as tarifas não fazem mais do que compensar a valorização causada pela doença holandesa.

Quanto mais grave for a doença holandesa num país, mais difícil sua neutralização e menor a probabilidade de que o país se industrialize e cresça.

As receitas do imposto instituído para neutralizar a doença holandesa devem, em princípio, ser usadas para criar um fundo de investimento externo.

A neutralização não impõe um custo líquido sobre os exportadores de commodities, que compensam o custo do imposto de exportação com a subsequente desvalorização da taxa de câmbio. Mas representa um custo de curto prazo para toda a população do país, na medida em que todos os bens comercializáveis se tornam mais caros.

Não é fácil neutralizar a doença holandesa em razão da resistência dos exportadores de commodities ao imposto de exportação e da resistência de toda a população à desvalorização da taxa de câmbio, porque no curto prazo ela provoca inflação temporária e reduz temporariamente os salários.

A doença holandesa existe mesmo se as commodities que lhe dão origem tiverem alto conteúdo tecnológico, como acontece atualmente com a produção de petróleo e com a agricultura, que é cada vez mais sofisticada do ponto de vista tecnológico. É um obstáculo ao crescimento porque as atividades agrícola e de mineração não são capazes de empregar toda a força de trabalho e porque implica que o país deve abandonar as oportunidades de investir e inovar em setores com maior conteúdo tecnológico potencial e, portanto, com maior valor agregado *per capita*.

A doença holandesa pode também surgir simplesmente da mão de obra barata; neste *conceito ampliado* da doença holandesa, a condição para sua ocorrência é que o hiato entre salários e ordenados no país em desenvolvimento que exporta produtos manufaturados que usam mão de obra barata seja substancialmente mais amplo do que o hiato equivalente nos países ricos para os quais os produtos manufaturados são exportados. Esse tipo de doença holandesa, que caracteriza os países asiáticos, será geralmente mais branda, e sua neutralização mais fácil, do que a doença holandesa que é causada pelas rendas ricardianas.

Questões

1. De que forma o conceito de renda ricardiana é útil para a compreensão da necessidade e da forma de neutralizar a doença holandesa?
2. Por que o imposto sobre commodities pode viabilizar a neutralização da doença holandesa?
3. Quais são as possíveis formas de neutralização da doença holandesa, além do imposto sobre commodities?
4. O que ocorre com as contas externas e as contas fiscais quando a doença holandesa é neutralizada?
5. O que deve ser feito para evitar uma expansão fiscal cíclica que termina gerando desequilíbrios quando um ciclo de alta de preços das commodities se encerra? Que desequilíbrios são esses?

14

POLÍTICA CAMBIAL

Neste livro afirmamos que o rápido crescimento econômico e o *catching up* exigem a neutralização da tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio. Essa sobrevalorização tem uma causa estrutural, associada ao valor da taxa de câmbio (a doença holandesa), e causas decorrentes das “três políticas habituais” relacionadas ao preço da taxa de câmbio (política de crescimento com poupança e endividamento externo, política de elevadas taxa de juro, e política âncora cambial contra a inflação), além de estar permanentemente ameaçada por fortes entradas de capitais, que exigem o controle de capitais. No Capítulo 13 discutimos a neutralização da doença holandesa; neste capítulo discutimos, mais amplamente, a política cambial necessária para evitar a valorização da moeda nacional. Esta política tem como objetivo neutralizar não apenas a doença holandesa mas a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio; envolve, portanto, além de neutralizar a doença holandesa, rejeitar formal e claramente as três políticas habituais que apreciam a taxa de câmbio.

Esta política cambial tem duas fases: a primeira, envolvendo uma desvalorização *once and for all*, visa colocar a taxa de câmbio a flutuar em torno do equilíbrio industrial; a segunda, envolvendo a manutenção da taxa de câmbio nesse nível através da contínua neutralização da doença holandesa proporcionada por um imposto variável sobre as exportações das commodities que a originam e pela rejeição das três políticas.

Como o objetivo mais geral da política cambial é manter a taxa de câmbio de mercado flutuando em torno do equilíbrio industrial ou competitivo, isso significa que o objetivo é obter um superávit em conta-corrente no longo prazo, porque, como já vimos, em um país que tem doença holandesa a taxa de câmbio que é compatível com o equilíbrio industrial é mais depreciada do que a taxa de câmbio de equilíbrio corrente – aquela que garante o equilíbrio intertemporal da conta-corrente de um país. O superávit é contraintuitivo, porque os países em desenvolvimento têm um menor estoque de capital do que os países ricos; mas a maneira de aumentar esse estoque de capital não é

com uma moeda sobrevalorizada, mas com uma moeda competitiva, que uma elevada taxa de investimento exige. Para alcançar esse superávit em conta-corrente, o país precisa neutralizar a doença holandesa usando um imposto de exportação e precisa rejeitar políticas que apreciam a taxa de câmbio e provocam déficits em conta-corrente, as políticas de tentar crescer com endividamento externo e usando a taxa de câmbio como âncora monetária. Se um país adotar uma alíquota de imposto proporcional à gravidade da doença holandesa e a neutralizar, mas não rejeitar políticas que estão associadas ao consumo imediato ou ao populismo cambial, a taxa de câmbio não será competitiva e as empresas competentes do país não conseguirão competir.

Na discussão da política cambial, partimos de duas hipóteses: a primeira, que as exportações e importações são elásticas em relação à taxa de câmbio – isto é, a condição Marshall–Lerner está satisfeita; e a segunda, que o regime cambial não é nem fixo nem totalmente flutuante, mas está e deve estar sujeito a um regime de câmbio flutuante administrado. Os economistas ortodoxos rejeitam a ideia de administrar a taxa de câmbio, ou seja, de ter uma política cambial, porque, contra todas as evidências, acreditam que o mercado a regula satisfatoriamente, e porque usam o “triângulo das impossibilidades” de Mundell para concluir que a política cambial não é possível ou não deveria ser adotada. Mas na verdade, tanto os países ricos quanto os países em desenvolvimento administram suas taxas de câmbio.

Em relação à condição Marshall–Lerner, assumimos que a demanda de exportações não é inelástica – que, se a moeda nacional se desvalorizar (isto é, se o custo das mercadorias estrangeiras aumentar com relação ao custo dos bens domésticos), haverá um efeito-quantidade positivo sobre a balança comercial porque as exportações aumentarão, mas será compensado por um efeito-custo ou efeito-preço negativo sobre essa mesma balança comercial, pois o custo das importações será maior; se o efeito-líquido sobre a balança comercial será positivo ou negativo dependerá de o efeito-quantidade ou efeito-renda superar o efeito-preço. Nossa hipótese é que o efeito-quantidade supera o efeito-custo a médio prazo. Os exportadores não são capazes de aumentar imediatamente suas vendas no exterior em resposta à desvalorização da moeda nacional, particularmente no caso dos produtos manufaturados. Há sempre um hiato de cerca de três anos – o tempo necessário para os exportadores e importadores se organizarem para exportar ou importar. Além disso, no caso de uma valorização da taxa de câmbio, os exportadores resistirão durante algum tempo a demitir trabalhadores, enquanto tentam redirecionar a produção para o mercado interno. Mas essa tática é de curta duração porque os importadores acabarão se apoderando do mercado interno, primeiramente o mercado de bens intermediários e depois o mercado de bens finais – o oposto do processo de substituição das importações. No caso tanto de uma revalorização como de uma desvalorização, as quantidades exportadas ou importadas levam algum tempo para responder. No caso das exportações, essa é a chamada hipótese da histerese, ou curva J. Os importadores levam menos tempo do que os exportadores para responder

por que não têm de conquistar novos mercados externos; o que eles costumam fazer é transformar suas empresas em distribuidoras de importações dos bens que costumavam fabricar ou, em outras palavras, transformar suas empresas em maquilas.

Neste capítulo discutimos, primeiro, o triângulo das impossibilidades; em segundo lugar, a consequente e falsa alternativa polarizada “fixo ou flutuante”; em terceiro lugar, as “não políticas”, ou a rejeição das políticas que provocam a valorização da taxa de câmbio; e finalmente a política cambial, distinguindo as políticas negativas (que prescrevem evitar certas ações) das políticas positivas que os Estados e seus bancos centrais usam para administrar a taxa de câmbio no contexto de um regime flutuante.

O triângulo das impossibilidades

Pode um país ter uma política cambial? A teoria econômica neoclássica nega essa possibilidade a partir do triângulo das impossibilidades ou trilema de Robert Mundell. De acordo com esse raciocínio ou silogismo econômico é impossível promover simultaneamente com sucesso uma política cambial, uma política de taxa de juros ou política monetária e uma política de mobilidade (perfeita) do capital que resulta da abertura financeira. Os países podem buscar uma combinação de duas dessas políticas, nunca de todas as três. Assim, concluem Mundell e a ortodoxia liberal, tendo em vista que a política monetária ou política de taxa de juros é imprescindível, e que a plena mobilidade do capital é, além de desejável, inevitável porque os países não têm condições de controlar as entradas e saídas de capitais, os governos devem renunciar à política cambial. Se, por exemplo, um país que adota um regime de livre flutuação cambial e decide aumentar sua taxa de juros ao mesmo tempo em que controla as entradas e saídas de capital, haverá uma forte pressão pela entrada de capitais que desejam aproveitar essa taxa de juros maior e, em consequência, a taxa de câmbio se apreciará – o que não estava nos planos do governo.

O raciocínio é lógico, mas será que é verdadeiro? Para responder a essa pergunta é preciso, primeiro, assinalar que o trilema de Mundell é um perfeito exemplo do que chamamos de “silogismo econômico”. Não é um modelo histórico que reflete e generaliza a experiência histórica, mas apenas uma demonstração lógica na qual, na premissa já está incluída a conclusão. Ora, de modelos hipotético-dedutivos como esse não é legítimo derivar políticas econômicas, porque isso levaria o país a incorrer no “vício ricardiano” de Schumpeter.¹ Em segundo lugar, nada impede que os países façam compromissos entre as duas políticas. Não se pode dizer que um país que não leva o trilema ao pé da letra, mas faz compromissos entre as duas políticas, não atingirá seus objetivos

¹ Schumpeter acreditava que derivar políticas da teoria seria um vício. Ele não restringiu o vício aos silogismos econômicos; nós estamos fazendo isso.

de estabilidade e crescimento, porque essa conclusão não se sustenta empiricamente. Os países combinam controles de capital, política cambial e política de taxa de juros porque, ao fazer isso, obtêm maior crescimento e maior estabilidade.

Fixo ou flutuante?

Quando observamos o comportamento real de praticamente todos os países, vemos que, formalmente, fazem flutuar suas taxas de câmbio, mas na verdade eles as administram de alguma forma. Isso já era verdade antes da crise financeira global de 2008, e ainda mais depois dela, quando o FMI finalmente aceitou controles de capital. Para os países pequenos, e às vezes para os grandes, a opção mais simples de política cambial é atrelar a moeda nacional a uma moeda mais forte, como fez a França em relação à Alemanha na década de 1980. Uma alternativa, que se tornou comum entre os países em desenvolvimento num passado recente, foi vincular a taxa de câmbio à inflação – estabelecer um *currency peg* ou sistema de minidesvalorizações. Essa era uma maneira de manter a taxa de câmbio constante em termos reais, mas era uma maneira inflacionária, uma vez que envolvia uma indexação que poderia acabar transformando a inflação convencional em inflação inercial, como aconteceu no Brasil na década de 1980.

A política de administrar a taxa de câmbio é vista como um “pecado” ou uma agressão pelos altos sacerdotes da ortodoxia econômica e os países ricos, como uma política de “empobrecer o seu vizinho”; por isso, nenhum país reconhece que estava fazendo isso. Antes da crise de 2008, a decisão formal da Malásia de controlar os fluxos de capital após a crise financeira de 1997 foi uma exceção. De acordo com os economistas liberais ou ortodoxos, a taxa de câmbio não deve e não pode ser administrada. Se um país tentar administrá-la, argumentam, cometerá uma sucessão de erros de política. Ficará envolvido em desvalorizações competitivas que provocarão inflação e, ao mesmo tempo, consolidará uma baixa produtividade. Isso pode acontecer; a política cambial como a de juros e a fiscal tem problemas. Mas é geralmente correta, porque se deixar a taxa de câmbio flutuar livremente, o país caminhará para o desastre – para sobrevalorização de longo prazo da taxa de câmbio e, no final, à crise financeira. Se quisermos entender o enorme sucesso dos países do leste da Ásia desde a Segunda Guerra Mundial, se quisermos saber seu *segredo* de política econômica, poderemos pensar em muitas respostas, mas a principal é que eles adotam uma política cambial cujo objetivo é muito simples: manter a taxa de câmbio competitiva e evitar déficits em conta-corrente. Para os países em desenvolvimento, a taxa de câmbio, quando combinada com a austeridade fiscal, é essencialmente uma ferramenta para o crescimento econômico, em primeiro lugar porque, ao neutralizar a tendência à sobrevalorização da taxa de câmbio, garante estabilidade ao balanço de pagamentos e, em segundo lugar, porque garante que empresas

competentes tenham acesso à demanda, ou seja, prevejam bons lucros, claramente acima do custo do capital, e decidam investir.

Esta não é a visão habitual da questão, e certamente não é o que a ortodoxia liberal começou a pregar no início da década de 1990. Antes disso, o FMI estava pouco à vontade com os déficits em conta-corrente. Mas a partir do início da década de 1990, quando a hegemonia neoliberal alcançou seu apogeu, a ortodoxia liberal, que incluía, por definição, o FMI, começou a propor que os países em desenvolvimento deveriam promover o crescimento com poupança e endividamento externo, ou seja, crescimento *com* endividamento. Assim, o FMI deixou de se preocupar com a eventualidade de crises de balanço de pagamentos causadas pelo excessivo endividamento internacional. Antes dos anos 1990, o procedimento padrão adotado pelo FMI quando um país enfrentava uma crise de balanço de pagamentos era impor um ajuste fiscal e exigir a desvalorização da taxa de câmbio. A partir da década de 1990, a segunda parte desse procedimento padrão foi abandonada, ou porque a desvalorização causaria inflação se a taxa de câmbio fosse fixa, ou porque o mercado automaticamente cuidaria do problema se a taxa de câmbio fosse flexível. O fato de o mercado não ter tomado conta do problema, e de, ao contrário, ter causado o problema através de uma sobrevalorização artificial da taxa de câmbio, não foi levado em conta. Ou melhor, só passou a ser levado em conta depois da crise financeira global de 2008.

Na realidade, a opinião comumente aceita minimiza o fato de que os fluxos de capital grandes e instáveis se tornaram extremamente perigosos para os países em desenvolvimento e, conseqüentemente, também para os países ricos. Examinando esse fenômeno, Rogério Studart (2004) argumenta que esse tipo de instabilidade foi desencadeado pela abrupta e negligente integração dos mercados financeiros, que provocou os desequilíbrios macroeconômicos e financeiros dos anos 1990, particularmente na América Latina – uma região que adotou sem reservas a estratégia de crescimento com poupança e endividamento externo. Os ingressos excessivos de capital criam pressão para revalorizar a moeda nacional. Por outro lado, Studart, embora na época não estivesse informado sobre a existência de nosso modelo sobre a elevada taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa, observou que o consumo, não o investimento, estava crescendo na América Latina após a abertura das contas de capital e o surto de investimento externo direto.

Quais são as opções restantes para os países em desenvolvimento, tendo em vista os grandes fluxos de capital que caracterizam o sistema global atualmente? Em sua discussão dessa questão, Barry Eichengreen (2004) observa que a crise asiática de 1997 e seus efeitos sobre a América Latina e a Europa Oriental convenceram muitos observadores de que um regime de taxas de câmbio relativamente fixas ou *soft currency pegs* são sujeitas a crises e que os mercados emergentes devem adotar maior flexibilidade cambial. Mas ele não se satisfaz com essas duas opções e busca uma terceira: admitir maior flexibilidade para a taxa de câmbio e adotar uma política de metas de inflação

como substituto para a âncora cambial que é inerente a um regime de câmbio fixo. Em uma nota de rodapé, Eichengreen reconhece que outra opção, o câmbio fixo ajustável (*adjustable peg*), pode ser viável para países com controles de capital, como mostrou a experiência da China e da Malásia.

Política cambial

A política cambial novo-desenvolvimentista pode ser classificada em três tipos: a política estrutural, que opera sobre o valor da moeda estrangeira (a neutralização da doença holandesa), e as políticas que agem sobre a oferta e a procura de moeda: as políticas convencionais ou de livro-texto, a política de controle de capitais e a rejeição ou não de políticas econômicas habituais que apreciam a moeda nacional. Começemos pelas políticas cambiais convencionais; são duas políticas. A mais geral é a política monetária ou de taxa de juros, que afeta a taxa de câmbio na medida em que as mudanças na taxa de juros atraem ou afastam fluxos de capital. A outra política cambial convencional é o Banco Central comprar ou vender reservas externas para, respectivamente, desvalorizar (ou limitar a desvalorização) ou apreciar a moeda nacional. Quando o Banco Central faz política monetária, quando aumenta ou reduz a taxa de juros, está fazendo política cambial: está provocando a valorização ou a desvalorização da taxa de câmbio. O mesmo se aplica à política fiscal. Quanto mais expansionista a política fiscal, mais altas têm de ser as taxas de juros para financiar a dívida pública, e a taxa de câmbio se apreciará. Assim, se o país estiver comprometido com a neutralização da tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio, deverá ter uma política fiscal prudente ou conservadora. Quando os formuladores de políticas definem como meta um determinado superávit primário que mantenha sob controle a relação dívida pública-PIB, e, para isso, aumentam a taxa de juros, além de controlar o endividamento público eles estão determinando a taxa de câmbio. Se o governo abandonar a meta de superávit primário, essa relação exibirá uma trajetória crescente ao mesmo tempo em que o aumento das entradas de capitais leva à valorização cambial. Os déficits públicos resultantes exigirão que a taxa de juros suba para sustentar a demanda por títulos do Tesouro – o que provocará a valorização da taxa de câmbio, além de exigir a esterilização da oferta monetária para mantê-la sob controle.

A relação entre política fiscal e política cambial se expressa na hipótese dos déficits gêmeos: déficits ou superávits primários apareceriam juntamente com déficits ou superávits em conta-corrente. Se o Estado estiver gastando mais do que arrecada, o país como um todo deveria também estar gastando mais do que recebe. Mas essa simples correlação é falsa. Frequentemente vemos países com orçamentos públicos equilibrados e déficits em conta-corrente significativos, e essa combinação é explicada pelo fato de que esses países têm uma moeda sobrevalorizada. A hipótese dos déficits gêmeos

presume que as taxas de câmbio sejam equilibradas no longo prazo – algo que sabemos bem que não é verdade.

A política de controle de capitais – de restringir não a saída mas a entrada de capitais – é de livro-texto ou convencional apenas para os economistas keynesianos; os neoclássicos a rejeitam, ou a rejeitavam até a crise financeira global de 2008. Os controles de capital não são totalmente eficazes; os agentes econômicos sempre encontram maneiras de contorná-los parcialmente. Mas isso não significa que não devam ser utilizados. Graças ao controle de entradas os governos logram limitar a valorização da taxa de câmbio cujas causas são meramente especulativas. Já em relação aos controles de saída visando limitar a “fuga de capitais” – essa é uma política que faz pouco sentido para uma teoria que demonstra que os países em desenvolvimento e principalmente os de renda média devem apresentar um superávit ou, no mínimo, o equilíbrio de sua conta-corrente. Países que sigam essa orientação não apresentarão fragilidade financeira, muito menos crises de balanço de pagamentos, e, portanto, não ficarão sujeitos ao problema da fuga de capitais. O crescimento com estabilidade financeira exige, além de responsabilidade fiscal (em termos keynesianos), responsabilidade cambial. Países só recorrem a controles de saída de capitais quando adotaram políticas econômicas irresponsáveis e se endividaram em moeda estrangeira.

Não estamos dando mais ênfase à política de controle de capitais neste livro – não lhe estamos dedicando mais do que dois parágrafos, não porque não seja uma política importante e necessária, mas porque ela não apresenta novidade. Já era defendida por Keynes e os economistas pós-keynesianos a vem estudando com profundidade. Como economistas pós-keynesianos e novo-desenvolvimentistas, estamos tão a favor dos controles de capital como a favor de uma firme regulação do sistema financeiro, porque rejeitamos a abertura financeira e a teoria que a justifica, a “hipótese dos mercados eficientes”. Conforme assinalou Fernando Cardim de Carvalho (2006: 263) dois anos antes da crise financeira global de 2008, “talvez o maior progresso, do ponto de vista teórico, do debate dos últimos anos sobre controles de capital tenha sido a percepção de que a mesma discussão teórica em relação à necessidade de regulação e supervisão financeiras se aplica à questão dos controles de capital”.

A política cambial estrutural é a política de neutralização da doença holandesa; é a política de, através de um imposto sobre a exportação de commodities, tornar iguais o equilíbrio corrente e o industrial. Uma vez neutralizada a doença holandesa, o governo precisa *manter* a taxa de câmbio flutuando em torno do equilíbrio industrial ou competitivo. Para isso, além de manter e administrar o imposto (porque ele deve ser variável, variando com o preço das commodities), e de se usar as políticas convencionais já referidas, o governo deve adotar como sua política a rejeição das políticas habituais e equivocadas que apreciam a taxa de câmbio. O governo precisa, portanto, adotar um conjunto de políticas *negativas*, precisa decidir não adotar as políticas habituais que geralmente adotam. São políticas perversas que têm um impacto direto sobre a taxa de

câmbio. Nós as discutimos quando analisamos as políticas que estão por trás da tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio: (1) a política de crescimento com endividamento (“poupança”) externo, que ignora a alta taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa; (2) a adoção de um nível alto de taxa de juros (em torno do qual a taxa de câmbio real flutuará, de acordo com a política monetária), justificada pela “necessidade” de controlar a inflação ou pelo objetivo de atrair capital estrangeiro, ou pelo objetivo de evitar a “repressão financeira”; e (3) o uso da taxa de câmbio como âncora para manter a taxa de inflação na meta. A soma dessas políticas é o populismo cambial – a preferência pelo consumo imediato em prejuízo do desenvolvimento econômico. A primeira coisa que um governo novo-desenvolvimentista deve fazer é suspender essas políticas, de modo a (a) não mais buscar crescer com déficits em conta-corrente; (b) a “manter a taxa de juros em um nível moderado, só um pouco acima do nível internacional da taxa de juros”, e realizar sua política monetária tendo como referência esse nível relativamente baixo de juros; e (c) não usar a taxa de câmbio como âncora contra a inflação. Em síntese, não praticar o populismo cambial ou não revelar alta preferência pelo consumo imediato.

Resumo

Argumentamos neste livro que a taxa de câmbio e o déficit em conta-corrente são as duas variáveis-chave para a macroeconomia do desenvolvimento. Desse modo, além das políticas fiscal e monetária, um país em desenvolvimento precisa ter uma política cambial ativa. Em termos amplos, isso engloba uma política estrutural, uma política de rejeição de políticas que apreciam o câmbio como a política de crescimento com poupança ou endividamento externo e a política de âncora cambial para controlar a inflação, e um conjunto de políticas convencionais ou de livro-texto como a compra e venda de reservas e o controle de capitais, principalmente o controle da entrada de capitais.

Questões

1. Qual é a diferença entre neutralizar a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio e neutralizar a doença holandesa?
2. O que é o triângulo das impossibilidades? É possível evitá-lo? Como?
3. Qual é a relação entre política fiscal e cambial?
4. Qual é a relação entre política monetária e cambial?
5. Qual é a relação entre a política de crescimento com poupança externa e a política cambial?

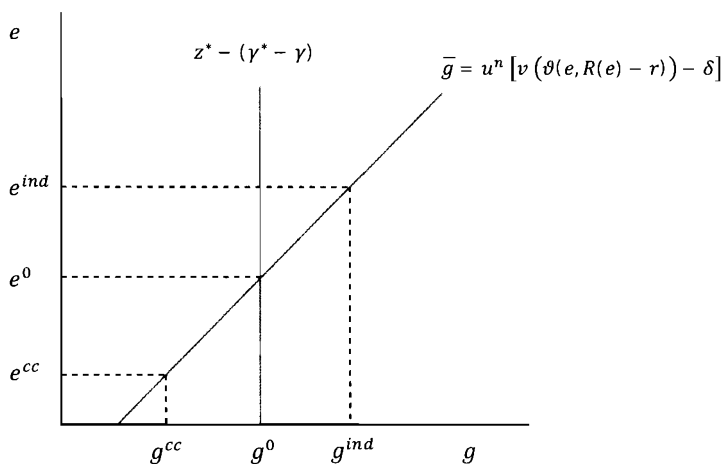
A TRANSIÇÃO PARA UM REGIME DE ALTO DESENVOLVIMENTO

Neste capítulo usamos o modelo de crescimento desenvolvido no Capítulo 11 para ver como, através da neutralização da doença holandesa e da política cambial, discutidas nos capítulos subsequentes, a economia se desenvolve de uma trajetória de baixo crescimento para uma trajetória de crescimento elevado e alcance ou *catching-up*. Assim, levamos em conta uma economia de renda média que opera inicialmente com uma taxa de câmbio que é altamente sobrevalorizada em razão da incapacidade de neutralizar a doença holandesa e da ocorrência de ingressos excessivos de capital. Em algum momento, o governo dessa economia decide eliminar o problema da sobrevalorização da taxa de câmbio por meio de um imposto de exportação, da aquisição de reservas e do controle dos ingressos de capital. O impacto inicial (de curto prazo) dessas medidas será (a) uma diminuição dos salários reais e dos demais rendimentos (e do consumo), (b) uma diminuição do grau de utilização da capacidade produtiva, (c) uma aceleração da inflação e (d) um aumento da taxa de desemprego. A médio prazo, no entanto, o resultante aumento das exportações e do investimento levará a uma aceleração do ritmo de crescimento da economia, gerando assim uma diminuição da taxa de desemprego. Em vista da aceleração do ritmo de crescimento e do aumento da taxa de acumulação de capital – a qual sempre incorpora novas tecnologias – o ritmo de crescimento da produtividade do trabalho se acelera, o que contribui para um aumento não inflacionário dos salários reais. No final do processo, a economia de renda média apresentará uma maior taxa de crescimento do PIB e da renda *per capita*, gradualmente reduzindo o hiato entre tal renda e a dos países ricos; o investimento e a poupança como proporção do PIB serão maiores que antes, a inflação permanecerá estável e os salários reais serão maiores do que teriam sido se a economia tivesse continuado na trajetória de baixo crescimento.

Rompendo o equilíbrio do baixo crescimento

Consideremos uma economia de renda média que está na situação ilustrada no Gráfico 15.1. Assumiremos que, na situação inicial, a demanda agregada e a capacidade produtiva estão ambas crescendo à mesma taxa, e que a composição setorial da demanda não se altera rapidamente.

Gráfico 15.1 *Falling behind* (ficando para trás) em razão da doença holandesa



No Gráfico 15.1, a taxa de câmbio real está em um nível cronicamente sobrevalorizado *ecc* em razão apenas da incapacidade de neutralizar a doença holandesa. Hipoteticamente, esse nível de taxa de câmbio real leva a uma taxa de acumulação de capital que não é suficiente para estabilizar o hiato da renda *per capita* entre a economia de renda média e os países desenvolvidos. Consequentemente, a economia em questão não está alcançando o nível de renda dos países desenvolvidos (não está realizando o *catching-up*).

Na posição inicial, o grau de utilização da capacidade produtiva é constante e igual ao normal. Assim, a capacidade produtiva e a demanda agregada estarão crescendo à mesma taxa. Além disso, a taxa de investimento é constante, o que significa que o investimento estará crescendo no mesmo ritmo que o PIB. Também supomos que a distribuição funcional da renda entre salários e lucros será constante, de forma que os salários estão crescendo no mesmo ritmo que a produtividade do trabalho. Dada a distribuição de renda, os gastos de consumo como proporção do PIB também serão constantes, o que implica que o consumo agregado estará crescendo à mesma taxa que

o PIB. Finalmente, o equilíbrio da conta-corrente garante que as exportações estarão crescendo à mesma taxa que as importações.

Segue-se do acima exposto que, na trajetória inicial de crescimento, podemos observar a seguinte relação:

$$g^0 = \hat{Y} = \hat{I} = \hat{C} \quad e \quad \hat{M} = \hat{E} = \varepsilon \cdot Z^* \quad (15.1)$$

onde: \hat{Y} é a taxa de crescimento do PIB, \hat{I} é a taxa de crescimento do investimento, \hat{C} é a taxa de crescimento do consumo, \hat{M} é a taxa de crescimento das importações, \hat{E} é a taxa de crescimento das exportações, ε é a elasticidade-renda das exportações e Z^* é a taxa de crescimento da renda do resto do mundo.

Na equação (15.1) a única variável exógena é a taxa de crescimento da renda do resto do mundo. A elasticidade-renda das exportações é uma variável exógena a curto prazo, mas é endógena a longo prazo. A razão é que as divergências entre a taxa de câmbio real e seu nível de equilíbrio dão origem a alterações na estrutura da economia, modificando seu nível de especialização produtiva, o que acaba modificando a elasticidade-renda tanto das exportações como das importações.

Assim, assumiremos que a estrutura produtiva é temporariamente constante, de forma que a elasticidade-renda das exportações poderia ser considerada uma variável exógena. Nesse contexto, a taxa de crescimento das exportações será determinada exogenamente, e a taxa de crescimento do produto se ajustará a ela.

Definida a situação inicial da economia, vamos assumir que o governo decida, em dado momento, eliminar o problema da sobrevalorização da taxa de câmbio instituindo um imposto de exportação sobre as commodities que dão origem à doença holandesa. Os custos incorridos pelos exportadores das commodities aumentarão proporcionalmente ao imposto. Supondo-se que o imposto tenha sido bem calculado para corresponder à diferença entre o equilíbrio industrial e o equilíbrio corrente, os dois valores estarão equalizados e a doença holandesa neutralizada, na medida em que a taxa de câmbio real se desloca de *ecc* para *eind*. Na verdade, há um *overshoot* (*desvalorização excessiva e rápida*) antes que a taxa de câmbio alcance o nível do equilíbrio industrial em *eind*. Isso deriva do fato de que a taxa de câmbio real ajusta-se mais rapidamente do que a taxa de crescimento do produto, em razão dos avanços feitos pelos mercados financeiros.

Reindustrialização

A forte desvalorização da taxa de câmbio será “única” ou *once and for all* – o que supõe que, a partir de então, o país adotará política cambial que neutralize não apenas a doença holandesa mas, mais amplamente, a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio (que é também causada pelas “três políticas habituais”). Essa

desvalorização da taxa de câmbio real (que pode ser realizada aos poucos ou em estágios) terá dois efeitos. Do lado produtivo, dará origem a um processo de reindustrialização da economia, contribuindo assim para um gradual aumento da elasticidade-renda das exportações e uma gradual diminuição da elasticidade-renda das importações. Consequentemente, haverá um aumento da taxa de crescimento do produto que é compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos. Do lado da demanda agregada, haverá dois efeitos. Primeiro, a desvalorização da taxa de câmbio real dará origem a uma diminuição de todos os rendimentos inclusive os salários reais, transferindo assim a renda dos trabalhadores para as empresas ou os empresários. Os gastos de consumo sofrerão uma redução, levando a uma contração da demanda interna. Como resultado desse efeito contracionista, a economia operará por um curto período em um nível de utilização da capacidade produtiva abaixo do normal.

Em segundo lugar, a desvalorização da taxa de câmbio, por levar a um aumento da elasticidade-renda das exportações em razão do processo de mudança estrutural, acelerará o ritmo de crescimento das exportações, possibilitando assim um aumento da demanda oriunda do setor externo. A curto prazo, o efeito sobre o consumo tende a superar o efeito sobre as exportações, de forma que o impacto inicial da desvalorização da taxa de câmbio será uma contração do nível de utilização da capacidade produtiva e, conseqüentemente, um aumento do desemprego. No decorrer do tempo, porém, a gradual aceleração do crescimento das exportações que se tornou possível pela mudança na estrutura produtiva da economia fará com que o crescimento da demanda proveniente do setor externo supere a contração da demanda interna, levando assim a um contínuo aumento da utilização da capacidade produtiva. Os efeitos combinados dos aumentos das margens de lucro e da utilização da capacidade produtiva levarão as empresas a aumentarem a taxa de investimento, permitindo assim uma aceleração da taxa de crescimento econômico.

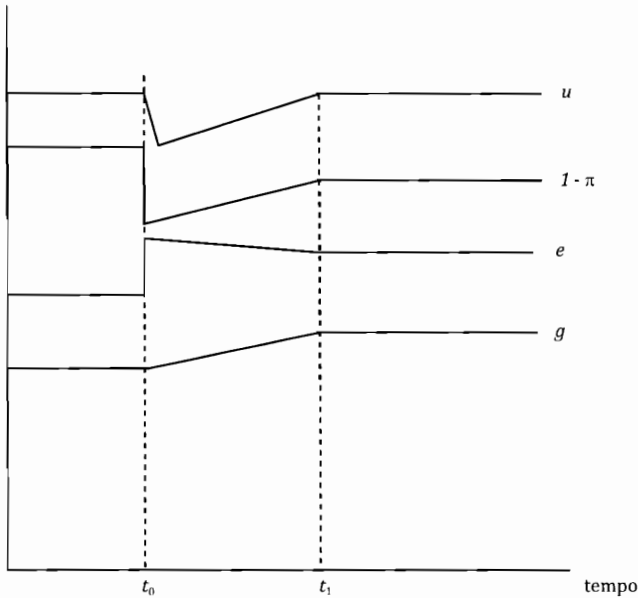
Durante o ajuste da economia para sua posição de equilíbrio de longo prazo, a taxa de câmbio real, após ter depreciado de e^e para um patamar superior a e^{ind} , mostrará uma pequena valorização, que é necessária para alcançar o nível compatível com o equilíbrio industrial. Consequentemente, a dinâmica da transição aponta para um "overshoot" cambial como resultado da implementação da política de neutralização da doença holandesa.

A pequena valorização da taxa de câmbio que se segue à desvalorização da taxa de câmbio resultante da neutralização da doença holandesa devolverá parte dos salários que os trabalhadores perderam no início do processo. A recuperação do salário real, embora parcial, estimulará a demanda por consumo, contribuindo assim para um aumento do grau de utilização da capacidade produtiva e uma diminuição da taxa de desemprego.

A dinâmica da taxa de lucro, da parcela dos salários na renda nacional, do grau de utilização da capacidade, da taxa de câmbio real e da taxa de crescimento do produto durante a transição para o equilíbrio de longo prazo pode ser vista no Gráfico

15.2, onde u é o nível de utilização da capacidade, $1-\pi$ é a parcela dos salários na renda nacional, e é a taxa de câmbio real e g é a taxa de crescimento do produto.

Gráfico 15.2 Dinâmica da acumulação de capital, da parcela de lucros e da utilização da capacidade após uma desvalorização da taxa de câmbio real



Durante o processo de ajuste para o equilíbrio de longo prazo, a taxa de crescimento das exportações estará se acelerando em razão do contínuo aumento da elasticidade-renda das exportações, que se tornou possível pela reindustrialização da economia, o que permitirá a exportação de bens com maior valor agregado. Nesse estágio, a aceleração do ritmo de crescimento das exportações é essencial para criar a demanda necessária para aumentar a taxa de investimento e, conseqüentemente, para acelerar o ritmo do crescimento econômico. Segue-se, portanto, que a aceleração do ritmo de crescimento econômico é *export-led*, mas será assim somente durante o período de transição para um novo nível de equilíbrio da taxa de câmbio, para um novo nível ou estágio de investimento e para um novo nível de crescimento.

Recuperação dos salários reais

E a inflação? Como ela se comporta durante a transição? A desvalorização da taxa de câmbio real tem um óbvio efeito inflacionário, na medida em que torna possível

aumentar as margens de lucro das empresas e leva a um aumento dos preços dos insumos importados em moeda nacional. Desse modo, a inflação deve aumentar como resultado de um “choque de oferta negativo”. A magnitude e a persistência da aceleração da inflação dependerão do grau de indexação dos contratos, sobretudo dos contratos de trabalho, e da frequência dos ajustes. Num contexto em que os contratos relevantes indexam plenamente os preços e salários à inflação passada, o “choque de oferta” produzirá um aumento permanente da taxa de inflação. Nesse caso, a aceleração inicial da taxa de inflação causada pela desvalorização da taxa de câmbio será automaticamente transferida para os salários nominais, forçando as empresas a aumentarem os preços de seus produtos de modo a manter suas margens de lucro inalteradas.

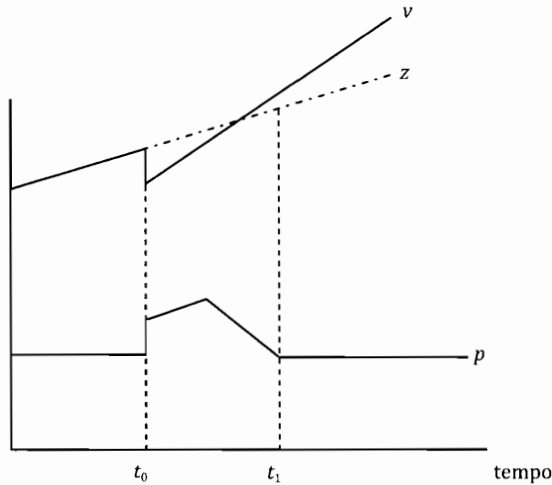
Em razão do “overshoot” cambial, a taxa de câmbio real apresenta uma pequena valorização após a desvalorização inicial. Assim, a economia enfrentará uma sequência de “choques de oferta positivos”, que levarão a uma diminuição da taxa de inflação. Como a taxa de câmbio real é mais depreciada na posição final de equilíbrio do que na posição inicial, segue-se que, num contexto de plena indexação de preços e salários, a taxa de inflação no final do processo será maior do que no início.

Se a indexação contratual for parcial ou inexistente, após o efeito do “choque de oferta” a inflação voltará para o nível inicial. Como a taxa de câmbio real apresenta uma pequena valorização durante a dinâmica de ajuste à posição final de equilíbrio, segue-se que a taxa de inflação será menor no final desse processo. E os salários? Já dissemos que o efeito inicial da desvalorização da taxa de câmbio será uma redução dos salários reais. Entretanto, essa redução será em parte revertida durante o processo de ajuste para a posição final de equilíbrio em razão da pequena valorização da taxa de câmbio que se segue à desvalorização da taxa de câmbio no início do processo. À medida que a economia se reindustrializa e o crescimento se acelera, o emprego e a taxa de crescimento de produtividade do trabalho aumentam, não apenas em razão dos ganhos de eficiência decorrentes das economias de escala estáticas e dinâmicas (o chamado efeito Kaldor-Verdoorn) mas também das inovações tecnológicas incorporadas às novas máquinas e equipamentos resultantes do aumento da taxa de investimento. Como a economia de renda média que estamos analisando já atingiu o “ponto de Lewis” e não tem mais um “exército industrial de reserva”, a aceleração do ritmo de crescimento da produtividade do trabalho inexoravelmente levará a uma aceleração do ritmo de crescimento dos salários reais. Consequentemente, depois de algum tempo, os salários reais se recuperarão porque agora a produtividade, a renda *per capita* e os salários reais estarão crescendo mais rapidamente do que teriam crescido caso a economia tivesse continuado numa trajetória de baixo crescimento.

A trajetória da inflação, a queda e recuperação dos salários reais são ilustradas no Gráfico 15.3, onde v é a trajetória do salário real que se segue a uma desvalorização da taxa de câmbio real, z é a trajetória do salário real na ausência de tal desvalorização e p é a trajetória da taxa de inflação. Como podemos ver, os salários reais estão crescendo ao

mesmo ritmo, tanto em v como em z , até o período t_0 . Então, como resultado da desvalorização da taxa de câmbio real, os salários reais repentinamente caem mas começam a crescer a uma taxa maior do que antes, em razão do aumento do emprego e da taxa de crescimento de produtividade. Depois de algum tempo, os salários reais são maiores do que teriam sido se a taxa de câmbio não tivesse sido depreciada. Por sua vez, a inflação era constante até o tempo t_0 . Depois, como consequência da desvalorização da taxa de câmbio real, a inflação se acelera. Mas, em virtude da ausência de indexação, depois de algum tempo a inflação começa a cair e se estabiliza num nível menor do que antes, em razão da pequena valorização da taxa de câmbio necessária para alcançar o equilíbrio industrial depois do *overshoot* cambial.

Gráfico 15.3 Dinâmica do salário real após uma desvalorização da taxa de câmbio real



Investimento e poupança interna

Durante a transição para a posição final de equilíbrio haverá, como já vimos, um aumento da taxa de investimento. Em vista da identidade contábil entre poupança e investimento, segue-se que haverá um consequente aumento da taxa de poupança. No entanto, a neutralização da doença holandesa levará a economia, no final do processo, a operar com superávit em conta-corrente, o que significa que a poupança externa não apenas diminuirá mas se tornará negativa. Segue-se que, na posição final de equilíbrio, a poupança interna será maior do que o investimento e o país se tornará um “exportador de poupança”.

ECONOMIA POLÍTICA DA DESVALORIZAÇÃO

A taxa de câmbio desempenha um papel fundamental no desenvolvimento econômico porque é o preço que coordena a taxa de crescimento da capacidade produtiva (resultante das decisões de investimento das empresas) e a taxa de crescimento das exportações, garantindo assim uma trajetória de crescimento de longo prazo onde a restrição externa e a restrição da capacidade produtiva estão satisfeitas. Mas, se a economia sofrer da doença holandesa, e se o governo adotar uma política de crescimento com poupança ou endividamento externo, ou usar a taxa de câmbio para alcançar metas de inflação, ou usar o populismo cambial para ser reeleito, como geralmente acontece nos países em desenvolvimento, a taxa de câmbio estará cronicamente sobrevalorizada com relação à taxa de câmbio competitiva ou de equilíbrio, que é a taxa de câmbio de equilíbrio industrial, resultando assim numa permanente diminuição da taxa de crescimento de longo prazo.

Segue-se que, a fim de garantir a continuidade do desenvolvimento econômico de um país de renda média, é essencial que a taxa de câmbio real seja mantida num nível competitivo, ou seja, no nível do equilíbrio industrial – o nível de taxa de câmbio que torna competitivas as empresas domésticas que usam tecnologia no estado da arte mundial. Isso exige a formação de uma *coalizão de classes* desenvolvimentista que apoie a formulação de uma estratégia nacional de desenvolvimento e, no contexto dessa estratégia, torne politicamente possível ajustar a taxa de câmbio em direção ao equilíbrio. Isso é necessário porque a taxa de câmbio tem alguns efeitos (discutidos nos capítulos anteriores) sobre o salário real que tornam politicamente difícil desvalorizar a taxa de câmbio de modo a alcançar o equilíbrio industrial.

Na verdade, uma desvalorização da taxa de câmbio real ocasionará, a curto prazo, uma diminuição de todos os rendimentos, inclusive do salário real. Isto não seria

necessário se as empresas estivessem dispostas a aceitar uma diminuição dos *mark-ups* e, conseqüentemente, de sua taxa de lucro, mas esta condição faz pouco sentido já que a desvalorização ou a convergência para o equilíbrio competitivo está sendo promovida porque a taxa de lucro esperada está abaixo do nível satisfatório para as empresas investirem. Neste caso, poderá aparecer o fenômeno da *real wage stickiness* (rigidez dos salários reais), isto é, a resistência ao declínio dos salários reais, em razão da indexação dos salários nominais às variações observadas no nível de preços. Nesse caso, os trabalhadores são capazes de evitar que as desvalorizações da taxa de câmbio nominal provoquem uma desvalorização da taxa de câmbio real e uma conseqüente redução da taxa de salário real. Quando ocorre a resistência do salário real, as desvalorizações da taxa de câmbio nominal resultarão em um processo de aceleração da inflação, e não em desvalorização real, bloqueando assim a necessária mudança do regime de política econômica.

A coalizão de classes que apoia uma taxa de câmbio competitiva pode ser formada na medida em que os trabalhadores se dêem conta de que a sobrevalorização da taxa de câmbio real é insustentável a longo prazo, de tal forma que uma queda do salário real em algum momento no futuro será inevitável, e na medida em que percebam que um ajuste cambial permitiria à economia crescer a uma taxa maior, levando assim a um maior aumento da produtividade do trabalho e, portanto, dos salários reais. Assim, os trabalhadores precisam escolher entre, de um lado, um salário real maior no presente e, conseqüentemente, uma menor taxa de crescimento do salário real no futuro; e, de outro, um salário real menor no presente em troca de uma taxa maior de crescimento dos salários ao longo do tempo.

Por outro lado, o ajuste ficaria muito facilitado se os exportadores de commodities compreendessem que nada perderiam se fosse estabelecido um imposto sobre a exportação, porque o montante que eles pagassem de imposto lhes seria devolvido sob a forma de uma taxa de câmbio mais depreciada.

Por que os trabalhadores aceitariam uma redução dos salários?

Acreditamos, porém, que se houvesse um bom debate entre os empresários industriais e os trabalhadores intermediados pelo governo, os trabalhadores não teriam dúvida em aceitar o ajuste necessário da taxa de câmbio. Por que estariam os sindicatos dispostos a aceitar uma redução do salário real? A primeira resposta a essa questão é que o nível do salário real derivado da sobrevalorização da taxa de câmbio é artificialmente alto e não pode ser sustentado a longo prazo. De fato, a sobrevalorização da taxa de câmbio derivada da doença holandesa e dos ingressos excessivos de capital resultará em um processo de crescente desindustrialização da economia; isso levará a uma queda do emprego no setor industrial, que geralmente oferece os melhores empregos e salários

na economia (juntamente com o moderno setor de serviços, cujo crescimento está ligado ao crescimento industrial). Em última instância, a economia se desindustrializará totalmente, tornando-se uma mera produtora de *commodities* intensivas em recursos naturais e serviços de baixa produtividade. Esse resultado certamente não interessa à classe trabalhadora.

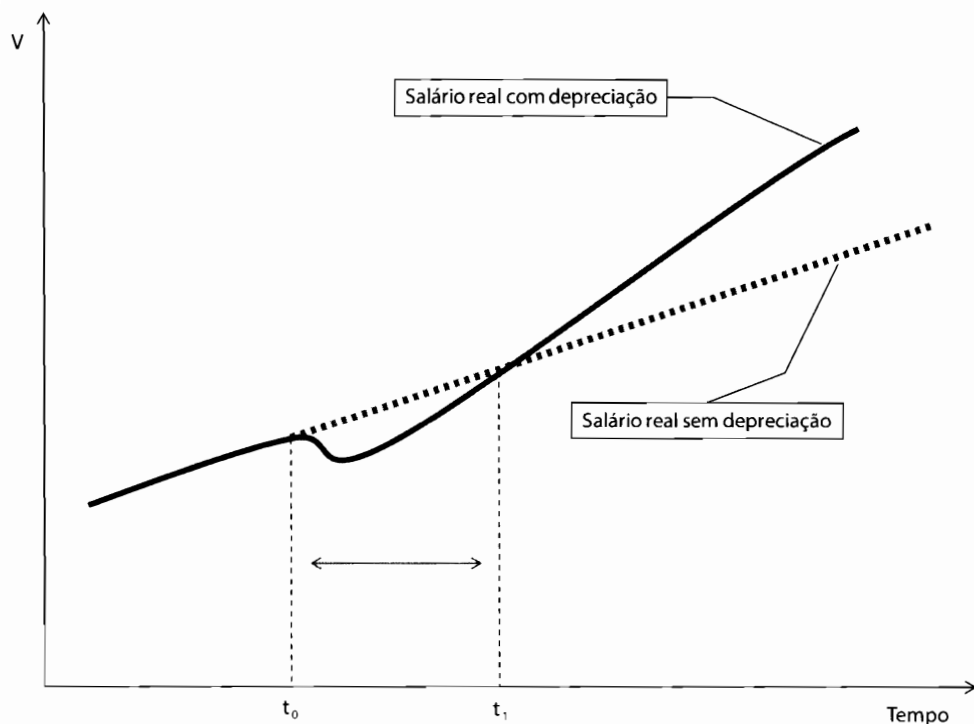
Além disso, dependendo do grau de sobrevalorização da taxa de câmbio, a economia poderá também apresentar déficits crescentes em sua conta-corrente, que poderão ser insustentáveis a médio prazo e dar origem a uma crise de balanço de pagamentos. A crise produz uma súbita e violenta desvalorização da taxa de câmbio real, gerando uma imediata diminuição do nível do salário real, que tende a ser traumática para a classe trabalhadora e para todas as empresas cujas dívidas são denominadas em moeda reserva. O ajuste do balanço de pagamentos também implica uma redução da demanda interna e, conseqüentemente, a curto prazo, maior desemprego e menores salários reais. Assim, se o nível do salário real não for sustentável a longo prazo, seja em razão dos riscos de desindustrialização da economia ou do risco de uma crise de balanço de pagamentos, um ajuste gradual do nível do salário real (e da taxa de câmbio real) certamente interessará à classe trabalhadora. Os dirigentes sindicais somente poderão se opor ao ajuste da taxa de câmbio real se tiverem uma visão muito limitada.

Há, porém, uma segunda razão pela qual a classe trabalhadora poderia apoiar uma desvalorização da taxa de câmbio real, mesmo com uma redução do nível do salário real. O ajuste da taxa de câmbio real por meio da neutralização da doença holandesa possibilita aumentar a taxa de crescimento das exportações de manufaturados, o que levará os empresários a aumentarem a taxa de acumulação de capital e, assim, a contribuir para acelerar o crescimento econômico. Em razão da incorporação do progresso técnico em máquinas e equipamentos recentemente produzidos e à existência de economias de escala estáticas e dinâmicas, a aceleração do crescimento econômico e da acumulação de capital levará a um aumento do ritmo de crescimento da produtividade do trabalho e do emprego. Na medida em que a economia ultrapassa o “ponto de Lewis” e, portanto, é neutralizada a tendência de os salários reais crescerem mais lentamente do que a produtividade, a aceleração da taxa de crescimento da produtividade do trabalho será acompanhada por um crescimento mais rápido do salário real. Conseqüentemente, os trabalhadores poderão gozar de um maior nível de salário real no futuro, se estiverem dispostos a aceitar uma redução do salário real no presente, a fim de permitir um ajuste não inflacionário da taxa de câmbio real.

Esse raciocínio é ilustrado no Gráfico 16.1.

No Gráfico 16.1 observamos que, até o momento t_0 , o salário real seguiu uma trajetória dada pela linha sólida. Assumindo-se que a economia em questão já ultrapassou o “ponto de Lewis” (e, portanto, não podemos mais presumir uma oferta ilimitada de mão de obra), então a taxa de crescimento do salário real até o momento t_0 será igual à taxa de crescimento da produtividade do trabalho. Em razão da sobrevalorização da

Gráfico 16.1 Salário real antes e depois da desvalorização



taxa de câmbio, a economia está crescendo a uma taxa relativamente baixa, e, portanto, o crescimento da produtividade do trabalho e dos salários reais também está reduzido. A título de exemplo, vamos supor que até t_0 a produtividade do trabalho e o salário real crescem à taxa de 1% ao ano.

Nesse momento, vamos imaginar que o governo começou uma política de ajuste gradual da taxa de câmbio real, a fim de eliminar a sobrevalorização da taxa de câmbio. Vamos supor, a título de exemplo, que essa sobrevalorização da taxa de câmbio é de 30%. Nesse contexto, o salário real será inicialmente reduzido e permanecerá abaixo da trajetória que teria mantido se a taxa de câmbio tivesse permanecido no nível anterior. Com o tempo, porém, a aceleração do crescimento econômico e da taxa de acumulação de capital que se tornou possível pelo ajuste da taxa de câmbio permitirão que a produtividade do trabalho cresça mais rapidamente. Como a economia já ultrapassou o “ponto de Lewis”, o exército industrial de reserva terá sido esgotado, e o crescimento mais rápido da produtividade provocará uma aceleração do crescimento do salário real. Vamos supor que, com o ajuste da taxa de câmbio real, a produtividade do trabalho e o salário real possam crescer a uma taxa de 3% ao ano. Conseqüentemente, depois de algum tempo (entre t_0 e t_1 no Gráfico 16.1), o salário real será maior do que teria sido sem o ajuste da taxa de câmbio real. A longo prazo, os trabalhadores se beneficiarão da

desvalorização da taxa de câmbio, porque poderão gozar de um nível maior de salário real do que se a taxa de câmbio não tivesse sido ajustada.

Quanto tempo levará para que os trabalhadores recuperem a perda salarial devida à desvalorização da taxa de câmbio real? A resposta a essa questão depende da elasticidade do salário real em relação às variações da taxa de câmbio real, da magnitude da sobrevalorização da taxa de câmbio e da diferença entre a taxa de crescimento da produtividade do trabalho antes e depois da taxa de câmbio ser depreciada. Quanto menor a elasticidade do salário real em relação às variações da taxa de câmbio real, menor será a sobrevalorização da taxa de câmbio, e quanto maior a diferença entre a taxa de crescimento da produtividade do trabalho antes e depois do ajuste da taxa de câmbio, mais cedo os trabalhadores recuperarão as perdas salariais devidas à desvalorização da taxa de câmbio real.

A título de exemplo, vamos supor que a elasticidade do salário real em relação à taxa de câmbio seja igual a $-0,2^1$ e que a sobrevalorização da taxa de câmbio chegue a 30%. Vamos também imaginar que o salário real no ano t_0 seja igual a 100 e que a taxa de crescimento da produtividade e do salário real, caso a taxa de câmbio não seja ajustada, seja igual a 1% ao ano. Finalmente, vamos supor que a sobrevalorização da taxa de câmbio seja totalmente eliminada em t_0 e que, posteriormente, a taxa de crescimento da produtividade do trabalho e do salário real aumente para 3% ao ano.² Nesse cenário, o salário real sofre uma queda de 6% no ano t_0 , que é totalmente revertida em dois anos. Quatro anos após o ajuste da taxa de câmbio real, o salário real no cenário com o ajuste da taxa de câmbio real é maior do que o salário real sem o ajuste da taxa de câmbio real.

Se a elasticidade do salário real em relação à taxa de câmbio real for igual a $-0,3$, seriam necessários três anos para os trabalhadores recuperarem as perdas salariais decorrentes da desvalorização da taxa de câmbio, e cinco anos para que o salário real com o ajuste da taxa de câmbio fosse maior do que o salário real sem o ajuste da taxa de câmbio. Mas esse não é um período longo em vista dos benefícios de longo prazo para a classe trabalhadora.

O exemplo numérico apresentado acima mostra que tanto as perdas salariais decorrentes do ajuste da taxa de câmbio quanto o horizonte de tempo envolvido na recuperação dessas perdas são razoáveis e aceitáveis para a classe trabalhadora. Uma coalizão política envolvendo trabalhadores, empresários e governo em favor de uma política cambial que promova uma taxa de câmbio competitiva é perfeitamente possível. Mas exige que os governos não sejam dominados pelo populismo cambial e, mais amplamente, pela preferência pelo consumo imediato.

¹ De acordo com Oreiro e Marconi (2011), essa elasticidade se manteve para a economia brasileira no período entre março de 2003 e janeiro de 2011.

² No exemplo, o salário seria de 100,00 no ano zero, enquanto o salário com ajuste seria de 94,0, mas nos anos seguintes aumentaria a uma taxa maior do que antes; já no quarto ano, o salário com ajuste seria maior (105,80) do que o salário sem ajuste (104,06); e no décimo ano, muito maior (110,46 x 126,33).

Creemos que está claro que uma queda temporária dos salários, assim como um aumento temporário da inflação, não é um obstáculo insuperável à neutralização da tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio. Mesmo assim, a maioria dos países em desenvolvimento, inclusive os de renda média, costumam ser incapazes de mudar para uma taxa de câmbio competitiva.

Resumo

Ao longo deste capítulo, argumentamos que a formação de uma coalizão política que apoie a adoção de uma taxa de câmbio competitiva, ou seja, uma taxa de câmbio igual à taxa de equilíbrio industrial, é inteiramente factível. Para tanto, os dirigentes sindicais devem compreender que (a) o nível de salário real resultante da sobrevalorização da taxa de câmbio é “artificialmente” alto e insustentável a longo prazo, de forma que uma futura queda do salário real é inevitável nesse contexto; e (b) um ajuste administrado da taxa de câmbio real permitirá maior crescimento econômico a longo prazo, levando assim a um crescimento mais rápido da acumulação de capital, do emprego e da produtividade do trabalho. Na medida em que a economia ultrapassa o “ponto de Lewis”, o crescimento mais rápido da produtividade do trabalho produzirá um crescimento mais rápido do salário real, permitindo assim que a classe trabalhadora recupere rapidamente as perdas salariais devidas à desvalorização da taxa de câmbio real.

Mostramos que a não neutralização da tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio, os déficits em conta-corrente, as baixas taxas de inflação e os salários relativamente maiores que acompanham uma moeda sobrevalorizada são compatíveis com uma preferência pelo consumo imediato, determinada por políticas, compartilhada por muitos economistas, tanto liberais como desenvolvimentistas. As políticas alternativas que propomos neste livro derivam da teoria novo-desenvolvimentista – a estratégia nacional de desenvolvimento que economistas desenvolvimentistas keynesianos vêm formulando desde o início do século XXI, e cujo fundamento teórico é a macroeconomia desenvolvimentista que tentamos apresentar sistematicamente neste livro.

Questões

1. O que deve acontecer com o salário real durante a fase de transição para o modelo novo-desenvolvimentista?
2. Por que é importante que os trabalhadores aceitem uma redução momentânea dos salários reais para viabilizar o retorno ao crescimento após uma desvalorização da moeda?

3. É possível convencer os trabalhadores a aceitar as perdas salariais decorrentes do ajuste da taxa de câmbio? Por quê?
4. A resistência dos trabalhadores a aceitar essas perdas depende, de alguma maneira, da economia ter ultrapassado ou não o “ponto de Lewis”?
5. O que acontece com a trajetória dos salários reais após o modelo ser implantado?
6. Que fatores são importantes para determinar o prazo de recuperação dos salários reais após a desvalorização da moeda? Por quê?

COMPARANDO E RESUMINDO

Na época do Desenvolvimentismo Clássico, os países eram pobres e esperava-se que o Estado desempenhasse um papel central na obtenção de poupança forçada e no investimento, não apenas em setores monopolistas mas também em setores caracterizados por grandes economias de escala, que exigiam, portanto, grandes quantidades de capital. Mais de meio século depois, no tempo que esperamos venha a ser o do novo desenvolvimentismo, os países de renda média já completaram, ou estão em vias de completar, suas próprias revoluções capitalistas, o que significa que o setor privado está dotado de um estoque de capital e de capacidades empresariais, profissionais e de mão de obra que tornam desnecessário para o Estado desempenhar um papel ativo na produção. Nos dois momentos o desenvolvimentismo atribui ao Estado um papel central em termos de garantir a adequada operação do mercado e proporcionar as *condições gerais* para a acumulação de capital, o que exige investimento nos principais serviços sociais e científicos (educação, assistência à saúde e seguridade social) e nos setores monopolistas: infraestrutura de transporte, comunicações e energia.

A diferença fundamental entre a teoria neoclássica e a teoria novo-desenvolvimentista é o fato de que, enquanto a ortodoxia liberal acredita que o mercado é uma instituição que coordena a produção de maneira ideal se estiver livre de interferências, o novo desenvolvimentismo vê o mercado como uma instituição eficiente para coordenar os setores competitivos, não os não competitivos, nem o sistema macroeconômico como um todo. Na esfera macroeconômica, os mercados não conseguem neutralizar a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio. Neste capítulo vamos comparar a teoria novo-desenvolvimentista com a ortodoxia liberal. Discutiremos, primeiro, as políticas de desenvolvimento, e em segundo lugar, as políticas macroeconômicas. Juntas elas constituem a nova estratégia desenvolvimentista, cujo fundamento teórico é, de modo geral, a economia desenvolvimentista e a macroeconomia keynesiana e, especificamente, a macroeconomia desenvolvimentista. As duas tabelas e os breves

comentários a cada uma são uma espécie de resumo dos principais modelos e políticas que discutimos neste livro. O número dos comentários corresponde ao número das linhas das tabelas.

Estratégia de desenvolvimento

Nesta seção comparamos a estratégia de desenvolvimento da ortodoxia liberal e do novo desenvolvimentismo.

1. A ortodoxia liberal não tem espaço para a nação (a sociedade que compartilha um sentido de destino comum, tem um Estado e mostra uma razoável solidariedade quando compete internacionalmente), enquanto para o novo desenvolvimentismo ela desempenha um papel importante no desenvolvimento econômico. Uma nação, um Estado e um território formam um Estado-nação. O Estado é o principal instrumento institucional da nação. É verdade que, na globalização, os Estados-nações se tornaram mais interdependentes, mas também se tornaram mais estratégicos, porque essa interdependência deriva da maior competição entre os Estados-nações que caracteriza a globalização.
2. Enquanto a ortodoxia liberal vê todos os setores ou indústrias de uma economia como sendo bem coordenados pelo mercado, o novo desenvolvimentismo divide o sistema econômico em três esferas: (a) a esfera competitiva, formada por um número imenso de pequenas e médias empresas, (b) a esfera quase-monopolista das grandes empresas de infraestrutura para as quais o planejamento econômico é necessário, e (c) a esfera da política macroeconômica. Enquanto a ortodoxia liberal reconhece as falhas de mercado mas afirma que as falhas do Estado são piores, a teoria novo-desenvolvimentista rejeita esse pessimismo sobre as possibilidades da ação coletiva. Ele sabe que as políticas desenvolvimentistas podem às vezes ser simplesmente erradas, mas tem certeza de que formuladores competentes de políticas, que conhecem a capacidade dos mercados de coordenar os setores competitivos, farão melhor do que o mercado quando os setores não são competitivos, ou quando o problema é determinar os preços macroeconômicos. Assim, o novo desenvolvimentismo é a favor da coordenação de investimentos no setor não competitivo da economia e compreende que é necessária uma ativa política macroeconômica porque, definitivamente, os mercados são incapazes de manter os preços macroeconômicos corretos. Keynes mostrou isso principalmente em relação à taxa de juros; a macroeconomia desenvolvimentista tenta fazer o mesmo em relação à taxa de câmbio. O novo desenvolvimentismo definitivamente não acredita que basta o Estado equilibrar suas contas fiscais e garantir os direitos de

propriedade e os contratos; ele rejeita o pressuposto neoclássico de que, uma vez asseguradas essas duas coisas, os preços macroeconômicos estarão corretos e a estabilidade e o crescimento se seguirão, ou, em outras palavras, que o mercado segue uma trajetória de equilíbrio autossustentada. Ao contrário, vê isso como uma ilusão, e defende que o governo precisa permanentemente administrar a economia nacional no plano fiscal, monetário e cambial, corrigindo permanentemente suas próprias políticas, e ao mesmo tempo regulando também permanentemente os mercados, que não estão evoluindo gentilmente em torno do equilíbrio, como supõe a teoria neoclássica, mas estão sempre se desviando do equilíbrio.

3. Enquanto a ortodoxia liberal defende um Estado pequeno e um mercado forte, a teoria novo-desenvolvimentista é a favor de um Estado *capaz* – não como compensação por um mercado fraco, mas como parceiro de um mercado *forte*. Se os seres humanos são capazes de construir instituições para regular as ações humanas, incluindo o próprio mercado, não há razão para eles não serem capazes de fortalecer o Estado como uma instituição normativa dotada de um sistema legal soberano, e como uma organização formuladora de políticas capaz de responder às necessidades de coordenação das sociedades cada vez mais complexas de nossa era. A política e a democracia existem precisamente com essa finalidade – para fortalecer a nação e o Estado, de modo que se tornem instrumentos eficazes de realização dos objetivos políticos das sociedades modernas. Enquanto a ortodoxia liberal apoia as reformas institucionais que reduzem o *tamanho* do Estado e lhe atribui um *papel* mínimo na política industrial e nos investimentos em infraestrutura, o novo desenvolvimentismo apoia apenas aquelas reformas que efetivamente fortalecem não apenas o mercado, mas também o Estado.
4. Enquanto a ortodoxia liberal continua a acreditar que não faz nenhuma diferença no processo de desenvolvimento decidir sobre quais setores contribuem mais para o crescimento econômico, a teoria novo-desenvolvimentista acredita que o aumento da produtividade que caracteriza o crescimento está associado à transferência de mão de obra de setores com baixo valor agregado *per capita* para setores com alto valor agregado, que usam mão de obra mais sofisticada e pagam maiores salários e ordenados. Essa é a razão pela qual ele identifica crescimento com industrialização ou, em nossa era de serviços altamente sofisticados, com *sofisticação produtiva*.
5. O novo desenvolvimentismo não é a favor do planejamento generalizado, mas apoia fortemente o planejamento ou a coordenação econômica dos setores *não competitivos* e quase-monopolistas. Nessa situação (monopólio), o mercado é obviamente incapaz de exercer coordenação e as agências reguladoras não são capazes de atuar como substitutas do mercado.

Tabela 17.1 Estratégia de desenvolvimento

| Ortodoxia liberal | Novo desenvolvimentismo / macroeconomia desenvolvimentista |
|--|---|
| 1 Sem papel para a nação. | As nações são ainda mais estratégicas na época da globalização. |
| 2 O Estado deve ser pequeno: apenas garantir os direitos de propriedade. | O Estado deve criar oportunidades de investimento e investir em infraestrutura. |
| 3 O Estado deve ser pequeno e o mercado, forte. | O mercado deve ser forte, o Estado deve ser capaz e suficientemente grande para ser um Estado de bem-estar social. |
| 4 O crescimento econômico não exige industrialização. | O crescimento econômico exige industrialização ou sofisticação produtiva |
| 5 Nenhum planejamento econômico. | Planejamento limitado aos setores não competitivos. |
| 6 O Estado não deve investir em nenhuma atividade produtiva. | O Estado deve se encarregar de parte do investimento em projetos monopolistas. |
| 7 Sem política industrial. | Uma política industrial ativa, mas separada da neutralização da doença holandesa. |
| 8 Exportar commodities (vantagens comparativas). | Exportar também produtos manufaturados. Não <i>export-led</i> nem <i>wage-led</i> , mas estratégia equilibrada. |
| 9 A favor da liberalização comercial e financeira. | A favor apenas da liberalização do comércio, desde que a taxa de câmbio esteja no equilíbrio industrial. |
| 10 A instituição-chave é a proteção dos direitos de propriedade e dos contratos. | A instituição-chave é uma estratégia nacional de desenvolvimento, incluindo uma coalizão de classes desenvolvimentista. |
| 11 A desigualdade favorece o crescimento. | O crescimento deve ser combinado com a distribuição. O novo desenvolvimentismo é um desenvolvimentismo social. |

6. O novo desenvolvimentismo rejeita a tese neoliberal de que “o Estado não tem mais recursos para investir em infraestrutura”. Ele certamente deve se encarregar de parte dos investimentos necessários. Se o Estado tem ou não recursos depende da disposição de seus cidadãos de pagar impostos, de sacrificar o consumo imediato e de aceitar que o Estado gaste parte dos impostos que arrecada em investimentos produtivos em lugar de usá-los para financiar a prestação de serviços sociais.
7. Enquanto a ortodoxia liberal não identifica os setores que devem se desenvolver e as empresas específicas que o Estado deve estrategicamente apoiar, a teoria novo-desenvolvimentista apoia fortemente uma política industrial, mas não como

uma forma de compensar uma moeda sobrevalorizada, como costumava acontecer no passado, quando a política industrial também envolvia a neutralização da doença holandesa. Hoje em dia isso não é mais possível.

8. Enquanto a ortodoxia liberal pede “mercados livres”, em particular, pede “respeito” à chamada lei das vantagens comparativas no comércio internacional, o novo desenvolvimentismo pede um Estado *capaz* que consiga implementar uma política de desenvolvimento *ativa* para mudar as vantagens comparativas estáticas. Ele não rejeita a existência das vantagens comparativas, que expressam um silogismo estático engenhoso, mas como não se trata de um modelo histórico – pois não podemos dizer que os países que o seguem se desenvolveram mais – o novo desenvolvimentismo rejeita sua aplicação simplista aos países em desenvolvimento. Enquanto a ortodoxia liberal não vê nenhum problema na primarização dos países que deixam de neutralizar a doença holandesa e implementam uma política cambial competente, a teoria novo-desenvolvimentista entende que as exportações são essenciais para o crescimento, mas deseja exportações de bens cada vez mais sofisticados, com crescente valor agregado *per capita*. O novo desenvolvimentismo reconhece a vantagem que muitos países em desenvolvimento têm de exportar commodities, mas aposta na capacidade dos países em desenvolvimento de exportar produtos manufaturados. O novo desenvolvimentismo não é *export-led* nem *wage-led*. No curto período de transição do equilíbrio corrente para o equilíbrio industrial, as exportações necessariamente aumentarão mais do que os salários e o consumo. Mas assim que um país atinge o equilíbrio industrial e algum tempo depois, podemos dizer que ele alcançou um equilíbrio razoável em seu coeficiente de abertura, a estratégia de crescimento correta, porque é uma estratégia equilibrada, que mantém esse coeficiente constante.
9. A teoria novo-desenvolvimentista é a favor da liberalização do comércio nos países de renda média, desde que a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio seja neutralizada e a taxa de câmbio flutue em torno do equilíbrio industrial. Em geral, o argumento da indústria nascente não é aplicável a países que já têm uma indústria de transformação madura. Mas ele é fortemente contra a liberalização financeira, na medida em que aceitá-la significa renunciar aos controles de capital e, assim, perder controle da taxa de câmbio.
10. Enquanto a ortodoxia liberal vê os direitos de propriedade e os contratos como as instituições-chave do crescimento, o novo desenvolvimentismo afirma que a estratégia nacional de desenvolvimento desempenha esse papel, na medida em que é um conjunto de leis, políticas, entendimentos e valores que cria oportunidades de investimento para os empresários.
11. Os mercados são um mecanismo claramente insatisfatório para distribuir a renda, pois favorecem os membros mais fortes e mais capazes. O novo

desenvolvimentismo pede um sistema fiscal progressivo e uma política social ativa, que gradualmente transforme o Estado desenvolvimentista em um Estado social-desenvolvimentista ou de bem-estar social. Enquanto a ortodoxia liberal busca reduzir a pobreza, não redistribuir a renda, a teoria novo-desenvolvimentista está comprometida com a redução das desigualdades. É verdade que, a curto prazo, a política básica que ele propõe – deslocar a taxa de câmbio para o equilíbrio industrial – implica uma redução dos salários e um aumento da taxa de lucro, o que é necessário para motivar os empresários a investirem. A médio prazo, porém, os salários aumentarão muito mais rápido do que antes da desvalorização e, além disso, o Estado terá uma oportunidade para taxar os capitalistas rentistas e os altos ordenados e bônus dos financistas e dos altos executivos das grandes corporações multinacionais – três grupos cujas rendas não podem ser explicadas por sua contribuição à economia.

12. O novo desenvolvimentismo rejeita a preferência pelo consumo imediato, determinada por políticas, que se revela na concordância dos formuladores de políticas com uma moeda sobrevalorizada para evitar reduzir temporariamente os salários ou aumentar temporariamente a inflação.

Política macroeconômica

Vamos agora comparar a ortodoxia liberal com as políticas macroeconômicas novo-desenvolvimentistas. Essas políticas são compatíveis com os principais modelos que constituem a macroeconomia desenvolvimentista. Os comentários correspondentes às linhas 8 a 12 retomam o que é possivelmente mais inovador na macroeconomia desenvolvimentista.

1. Para a teoria neoclássica, a poupança depende da frugalidade privada. A macroeconomia desenvolvimentista aceita a frugalidade mas, de acordo com o princípio contraintuitivo-chave descoberto por Keynes, entende que a poupança depende dos investimentos privados e da disponibilidade de crédito; e depende também da poupança pública, que abre caminho para os investimentos públicos sem déficits públicos.
2. A inflação deve ser mantida sob controle. Sim, mas não por quaisquer meios; não transformando a taxa de câmbio em uma “âncora” contra a inflação. Isso é perverso. Nem usando os preços das empresas estatais para segurar a inflação; isso também é perverso. Os governos precisam fazer compensações entre a inflação e o crescimento; os bancos centrais devem controlar a inflação com uma política de taxa de juros, com uma política fiscal e com o controle macroprudencial do crédito. E aceitar uma taxa de inflação um pouco maior do que os 3%

atualmente buscados pelos países ricos. Afinal, a inflação é também um meio de contrabalançar o desequilíbrio dos preços relativos, e esse desequilíbrio é mais frequente nos países em desenvolvimento, inclusive os de renda média.

3. Enquanto para a ortodoxia liberal a taxa real de juros deveria ser relativamente alta (uma alta taxa nominal e uma baixa taxa de inflação) para evitar a “repressão financeira” ou, em outras palavras, para realizar o “aprofundamento financeiro”, a macroeconomia desenvolvimentista entende que a taxa real de juros deve variar, de acordo com a política monetária do Banco Central, em torno de um nível relativamente baixo. Nos países ricos a taxa real de juros varia em torno de 1% positivo; nos países de renda média deve variar em torno de, digamos, 2%.
4. Enquanto a ortodoxia liberal afirma que os bancos centrais deveriam ter apenas um objetivo (o controle da inflação) porque contam com apenas um instrumento, a taxa de juros, a teoria novo-desenvolvimentista propõe dois objetivos: o controle da inflação e a manutenção da taxa de câmbio em torno do equilíbrio competitivo ou industrial. A política de um instrumento/um objetivo pode ser “lógica”, mas não é realista. O Banco Central tem outros instrumentos além da taxa de juros.
5. Enquanto a ortodoxia liberal reconhece somente duas políticas macroeconômicas – as políticas monetária e fiscal – o novo desenvolvimentismo afirma enfaticamente a necessidade de uma terceira política macroeconômica: a política cambial. Enquanto para a ortodoxia liberal a escolha dos regimes cambiais é importante, a teoria novo-desenvolvimentista vê a oposição radical “fixo ou flutuante” como irrealista. Enquanto a ortodoxia liberal defende o regime de flutuação cambial e chama sua administração de “flutuação suja”, a macroeconomia desenvolvimentista defende um regime de *flutuação administrada*, que implica (a) neutralizar a doença holandesa (o que implica a mudança da taxa de câmbio de equilíbrio do equilíbrio corrente para o equilíbrio industrial) e (b) realizar uma política cambial ativa com o objetivo de manter a taxa de câmbio flutuando em torno do equilíbrio industrial ou competitivo. Para os países menos desenvolvidos, a alternativa do sistema de banda cambial (*crawling peg*) não deve ser descartada.
6. Enquanto a ortodoxia liberal rejeitou apressadamente os controles de capital nos anos neoliberais, mas moderou essa visão após a crise financeira global de 2008, o novo desenvolvimentismo vê esses controles como uma ferramenta da política cambial. Mas seu objetivo *não* é bloquear a fuga de capitais, e sim evitar os ingressos excessivos de capital que, além de estarem na origem das crises de balanço de pagamentos, “frequentemente financiam o consumo ou expansões insustentáveis do mercado imobiliário”.¹ As fugas de capitais são um problema de países financeiramente frágeis que adotam a política de crescimento

¹ Essa frase é de Adair Turner (2014), ex-Presidente da Autoridade dos Serviços Financeiros do Reino Unido, numa coluna do “Project Syndicate” (2014).

Tabela 17.2 Comparação entre as políticas macroeconômicas

| Ortodoxia liberal | Novo desenvolvimentismo / macroeconomia desenvolvimentista |
|---|---|
| 1 A poupança depende da austeridade privada. | A poupança depende de investimentos privados que dependem da taxa de câmbio e da poupança pública. |
| 2 A inflação deve ser mantida sob controle. | Sim, mas não com a ajuda da taxa de câmbio; somente com política de taxa de juros e política fiscal. |
| 3 A taxa real de juros deve ser relativamente alta para evitar a “repressão financeira”. | O nível em torno do qual a taxa real de juros variará deve ser pequeno. |
| 4 Os bancos centrais devem ter apenas um objetivo: o controle da inflação. | O Banco Central deve ter dois objetivos: controle da inflação e câmbio competitivo. |
| 5 Defende o regime de flutuação cambial e rejeita a política cambial. | Defende um regime de flutuação administrada e exige uma política cambial ativa. |
| 6 Rejeita os controles de capital (depois da crise de 2008, abriu um espaço para eles). | Os controles de capital são necessários, mas para evitar os ingressos de capital, não a fuga de capitais. |
| 7 O problema da taxa de câmbio é uma certa volatilidade. | Seu modelo central é a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica. |
| 8 A doença holandesa é ignorada e a maldição dos recursos naturais é associada à corrupção. | Sua neutralização é necessária; a maldição dos recursos naturais é sinônimo dela. |
| 9 Vê os déficits em conta-corrente como naturais e desejáveis | Vê os superávits em conta-corrente como desejáveis; eles resultam da neutralização da doença holandesa. |
| 10 Recomenda o crescimento com déficits em conta-corrente (poupança externa). | Rejeita-a; a poupança externa não se soma à poupança interna, mas ao consumo. |
| 11 A responsabilidade fiscal é necessária. | Sim, a responsabilidade fiscal é necessária, mas também é necessária uma política fiscal contracíclica. |
| 12 Explica as crises de balanço de pagamentos principalmente com déficits públicos. | Explica-as principalmente com déficits em conta-corrente. |

com poupança ou endividamento externo: sua moeda se torna sobrevalorizada, a conta-corrente mostra um déficit elevado e a dívida externa é relativamente elevada.

7. Enquanto a ortodoxia liberal vê certa volatilidade ou frequentes desalinhamentos como um problema da taxa de câmbio, o modelo central da macroeconomia

desenvolvimentista é a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio. Os desalinhamentos são frequentes, mas têm uma direção.

8. Enquanto a ortodoxia liberal geralmente ignora a doença holandesa e explica a falta de crescimento dos países ricos em recursos naturais com a “maldição dos recursos naturais”, que ela identifica com a busca de rendas ou com a corrupção, desviando assim o problema da sobrevalorização da taxa de câmbio, a macroeconomia desenvolvimentista vê a doença holandesa como um grande benefício quando devidamente neutralizada e como uma verdadeira maldição quando não o é, e, sem negar a busca de rendas, toma como sinônimas as expressões doença holandesa e maldição dos recursos naturais a fim de evitar a negação da sobrevalorização da taxa de câmbio. A doença holandesa é uma grande falha de mercado que impede a transferência de mão de obra de indústrias com baixo valor agregado para indústrias sofisticadas com alto valor agregado, não apenas as já existentes, mas também as potenciais.
9. Enquanto a ortodoxia liberal vê os déficits em conta-corrente como desejáveis, na medida em que recomenda a política de crescimento com poupança ou endividamento externo, que se somaria à poupança interna, a macroeconomia desenvolvimentista vê os superávits correntes como geralmente desejáveis, porque necessariamente resultam da devida neutralização da doença holandesa, e também, como afirmado nas linhas 10 e 11, porque os recursos que entram no país para financiar o déficit em conta-corrente antes se somam ao consumo do que à poupança interna, e também porque são causa de endividamento externo e das crises de balanço de pagamentos. A alegação de que “os países ricos em capital devem transferir seus capitais para países pobres em capital” é intuitiva, mas neste caso a alegação contraintuitiva é verdadeira.
10. Enquanto a ortodoxia liberal recomenda a política de crescimento com poupança ou endividamento externo (déficit em conta-corrente), porque a poupança externa se somaria à poupança interna, a macroeconomia desenvolvimentista rejeita essa alegação porque a taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa é geralmente elevada e, em consequência, a poupança externa geralmente se soma ao consumo e, sempre, à dívida externa.
11. Enquanto a ortodoxia liberal vê a responsabilidade fiscal como seu objetivo principal, a teoria novo-desenvolvimentista considera que ela é um objetivo importante, mas combinada com a responsabilidade cambial, o que envolve um superávit em conta-corrente quando o país tem a doença holandesa. A responsabilidade fiscal significa que o superávit primário do país é suficiente para manter a relação da dívida pública constante em um nível satisfatório e para financiar os investimentos públicos necessários. A ortodoxia liberal só tem um remédio para o desequilíbrio macroeconômico - a austeridade fiscal - enquanto o novo desenvolvimentismo reconhece que o ajuste fiscal é necessário, mas combinado

com uma desvalorização *once and for all* da moeda nacional. Na verdade, a responsabilidade cambial e a responsabilidade fiscal devem andar lado a lado. O país que neutraliza sua doença holandesa, além de apresentar um superávit em conta-corrente (que mostra que os setores privado e estatal estão positivos) deveria ter um superávit orçamentário ou, mais razoavelmente, um orçamento equilibrado, porque quando os preços macroeconômicos estão corretos, a hipótese dos déficits gêmeos se sustenta. Não há razão para o setor privado apresentar um superávit em suas contas financeiras e o Estado, um déficit, se o país apresentar um superávit em conta-corrente, que corresponde à soma de ambos. Além disso, o novo desenvolvimentismo parte do pressuposto que o Estado é o instrumento de ação coletiva da nação por excelência. Se o Estado é uma instituição tão estratégica, seu aparelho precisa ser forte ou capaz; e exatamente por essa razão, suas finanças devem estar equilibradas, isto é, sua relação dívida pública-PIB deve ser relativamente pequena e seu vencimento, longo. A teoria novo-desenvolvimentista rejeita a noção enganosa de que o crescimento deve se basear principalmente nos déficits públicos crônicos – uma concepção equivocada mas generalizada, erradamente associada ao pensamento de Keynes. Ele não vê a disciplina fiscal como uma panaceia, mas apoia fortemente um orçamento equilibrado em tempos normais. Uma política fiscal expansionista só é legítima quando houver um claro problema de insuficiência de demanda. Nesse caso, gastos adicionais devem financiar o investimento adicional, não o consumo adicional. Keynes ressaltou a importância da demanda agregada e legitimou recorrer a déficits públicos nas recessões, mas nunca defendeu os déficits públicos crônicos. Ele sempre assumiu que uma economia nacional equilibrada do ponto de vista fiscal poderia, por um breve tempo, se afastar desse equilíbrio para restabelecer os níveis de emprego. Notáveis economistas desenvolvimentistas latino-americanos como Raúl Prebisch, Ignácio Rangel e Celso Furtado eram keynesianos e consideravam a administração da demanda agregada como uma importante ferramenta para promoção do desenvolvimento. Mas nunca defenderam os déficits públicos crônicos ou o populismo fiscal, que sempre foi um problema para os países dessa região.

12. Enquanto a ortodoxia liberal explica a fragilidade financeira e a crise financeira com déficits públicos, a macroeconomia desenvolvimentista as explica com a moeda sobrevalorizada e os elevados déficits em conta-corrente. A ortodoxia liberal argumenta que não precisa se concentrar na conta-corrente, porque os déficits públicos implicam déficits em conta-corrente, mas a hipótese dos déficits gêmeos não se sustenta quando a taxa de câmbio está sobrevalorizada. Só se sustenta quando a taxa de câmbio está equilibrada, e essa é a razão pela qual a responsabilidade cambial e a responsabilidade fiscal devem andar lado a lado quando a economia está equilibrada e crescendo satisfatoriamente.

REFERÊNCIAS

- Acosta, Pablo A.; Lartey, Emmanuel K.K. e Mandelman, Federico S. (2009) “Remittances and the Dutch disease”. *Journal of International Economics*, 79 (1): 102-116.
- Alejandro, Carlos Diaz (1981) “Southern Cone stabilization plans”. In W. Cline and S. Weintraub, (eds.) *Economic Stabilization in Developing Countries*, Washington DC: Brookings Institution.
- Aliber, Robert Z. (1987) “Exchange rates”. *Palgrave Dictionary of Economics*, Londres: Macmillan.
- Amsden, Alice H. (1989) *Asia's Next Giant*, New York: Oxford University Press.
- Arestis, Philip e Marco Flávio da Cunha Resende (2015) “Fiscal policy and the substitution between national and foreign savings”. *Journal of Post Keynesian Economics* 37 (3) 2015: 436-458.
- Bhaduri, Amit e Stephen Marglin (1990) “Unemployment and the real wages: the economics for contesting political ideologies”. *Cambridge Journal of Economics*, 14, dezembro: 375-393.
- Bhalla, Surjit S. (2012) *Devaluing to Prosperity. Misaligned Currencies and Their Growth Consequences*, Washington: Peterson Institute for International Economics.
- Blanchard, Olivier (2013) “Monetary policy will never be the same”. *Vox*, 27 novembro 2013.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (1986) *Lucro, Acumulação e Crise*. São Paulo: Editora Brasiliense. Versão em inglês disponível em <http://www.bresserpereira.org.br>.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (2001) “Incompetência e *confidence building* por trás de 20 anos de quase-estagnação da América Latina”. *Revista de Economia Política* 21(1) 2001: 141-166.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (2002) “Financiamento para o subdesenvolvimento: o Brasil e o Segundo Consenso de Washington”. In Ana Célia Castro (org.) *Desenvolvimento em Debate: Painéis do Desenvolvimento Brasileiro*, Vol. 2. Rio de Janeiro: Mauad/BNDES: 359-398.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (2006) “Novo desenvolvimentismo e ortodoxia convencional”. *São Paulo em Perspectiva – Revista da Fundação Seade* 20 (3): 5-24.

- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (2007) *Macroeconomia da Estagnação*. São Paulo: Editora 34.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (2008) "The Dutch disease and its neutralization: a Ricardian approach". *Revista de Economia Política* 28 (1) janeiro: 47-71.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (2009) *Globalização e Competição*. Rio de Janeiro: Elsevier-Campus.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (2013) "The value of the exchange rate and the Dutch disease". *Revista de Economia Política* 33 (3) julho 2013: 371-387.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (2015) "Reflecting on New Developmentalism and on the preceding Classical Developmentalism". Março 2015. A ser publicado em *Review of Keynesian Economics*. Disponível em www.bresserpereira.org.br.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos e Paulo Gala (2007) "Por que a poupança externa não promove o crescimento". *Revista de Economia Política* 27 (1): janeiro: 3-19.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos e Paulo Gala (2010) "Macroeconomia estruturalista do desenvolvimento". *Revista de Economia Política*, 30 (4) outubro: 663-686.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos e Yoshiaki Nakano (2002) "Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade". *Revista de Economia Política* 21(3): 146-177.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos e Yoshiaki Nakano (2003) "Crescimento econômico com poupança e endividamento externo?". *Revista de Economia Política* 22 (2) abril 2003: 3-27.
- Calvo, Guillermo; Leonard Leiderman e Carmen Reinhart (1995) "Capital Inflows to Latin America with Reference to the Asian Experience". In Edwards, Sebastian *Capital Controls, Exchange Rates, and Monetary Policy in the World Economy*, Cambridge: Cambridge University Press, 1995: 339-380.
- Carvalho, Fernando Cardim de (1992) *Mr. Keynes and the Post Keynesians*. Cheltenham: Elgar Press.
- Carvalho, Fernando Cardim de (2006) "Controles de capital: uma agenda de pesquisa". In João Sicsú e Fernando Ferrari Filho (orgs.) (2006) *Câmbio e Controles de Capitais*, Rio de Janeiro: Campus-Elsevier: 246-262.
- Chang, Ha-Joon (2002) *Kicking Away the Ladder*, London: Anthem Press.
- Chatterji, Monojit e Simon Price (1988) "Unions, Dutch disease and unemployment". *Oxford Economic Papers*, 40 (2): 302-321.
- Chenery, Hollis e Michael Bruno (1962) "Development alternatives in an open economy: The case of Israel". *Economic Journal*, 79-103.
- Cline, William R. e John Williamson (2011) "Estimates of fundamental equilibrium exchange rates, May 2011". Washington: Peterson Institute for International Economics, Policy Brief 11-5, maio 2011.
- Collier, Paul (2007) *The Bottom Billion: Why the Poorest Countries are Failing and What Can Be Done About It*, Oxford: Oxford University Press.
- Collier, Paul e Anke Hoeffler (2004) "Greed and grievance in civil war". *Oxford Economic Papers* 54: 563-595.

- Corden, W. M. (1984) "Booming sector and Dutch disease economics: survey and consolidation". *Oxford Economic Papers*, 36 (3): 359-380.
- Corden, W. M. e J. P. Neary (1982) "Booming sector and de-industrialization in a small open economy". *Economic Journal*, 92 (368): 825-848.
- Corden, W. Max (1994) *Economic Policy, Exchange Rates and the World Economy*, 2nd edition, Oxford: Clarendon Press.
- Davidson, Paul (1986) "Finance, funding, saving and investment". *Journal of Post Keynesian Economics* 9(1), outono 1986.
- Dornbusch, Rudiger (1976) "Expectations and exchange rate dynamics". *Journal of Political Economy* 84 (6): 1161-1176.
- Dutt, Amitava Krishna e Jaime Ros (2007) "Aggregate demand shocks and economic growth". *Structural Change and Economic Dynamics* 18 (1) março 2007.
- Dutt, Amitava Krishna e Jaime Ross (eds.) (2003) *Development Economics and Structuralist Macroeconomics*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Eichengreen, Barry (2004) "Can emerging markets float? Should they adopt inflation targeting?". In Mathias Vernengo (ed.) (2004) *Financial Integration and Dollarization: No Panacea*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Eichengreen, Barry e David Leblang (2003) "Capital account liberalization and growth: was Mr. Mahathir right". *The International Journal of Finance and Economics* 8 (3) julho: 205-224.
- Ferrari Filho, Fernando e Paulo Cezar Dutra Fonseca (2015) "Which developmentalism? A Keynesian-institutionalist proposal". *Review of Keynesian Economics* 3 (1): 90-107.
- Flood, Robert P. e Peter M. Garber (1984) "Collapsing exchange-rate regimes: some linear examples". *Journal of International Economics* 17: 1-13.
- Franco, Gustavo H.B. (1999) *O Desafio Brasileiro*, São Paulo: Editora 34.
- Furtado, Celso (1963) *Plano Trienal de Desenvolvimento Econômico e Social* (1963-1965). Rio de Janeiro: Síntese.
- Furtado, Celso (1966) *Subdesenvolvimento e Estagnação na América Latina*, Rio de Janeiro: Editora Civilização Brasileira.
- Gala, Paulo (2006) *Política Cambial e Macroeconomia do Desenvolvimento*, São Paulo: São Paulo Escola de Economia da Fundação Getúlio Vargas, dissertação de doutorado, maio 2006.
- Gala, Paulo (2008) "Real exchange rate levels and economic development: evidence". *Cambridge Journal of Economics*, 32 março: 273 - 288.
- Galbraith, John Kenneth (1954) *The Great Crash, 1929*, Boston: Houghton Mifflin.
- Gerschenkron, Alexander (1962) *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*. New York: Praeger.
- Harcourt, G. C. (1972) *Some Cambridge Controversies in the Theory of Capital*. Cambridge: Cambridge University Press.

- Harrod, Roy F. (1939) "An essay in dynamic theory". *Economic Journal* 1939: 14-33.
- Hirschman, Albert O. (1981) "The rise and decline of development economics". In *Essays in Trespassing*, Cambridge University Press: 1-24.
- Humphreys, Macartan, Jeffrey D. Sachs e Joseph E. Stiglitz (eds.) (2007) *Escaping the Resource Curse*. New York: Columbia University Press.
- Johnson, Chalmers (1982) *MITI and the Japanese Miracle*, Stanford: Stanford University Press.
- Kaldor, Nicholas (1956) "Alternative theories of distribution". *Review of Economic Studies* 23 (2): 83-100.
- Kaldor, Nicholas (1957) "A model of economic growth". *Economic Journal* 67 (268): 591-624.
- Kaldor, Nicholas (1978) "Causes of the low rate of growth of the United Kingdom". In *Further Essays in Economic Growth*, Londres: Duckworth: 100-138.
- Karl, Terry Lynn (1997) *The Paradox of Plenty*, Berkeley: University of California Press.
- Keynes, John Maynard (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan.
- Kindleberger, Charles P. (1978) *Manias, Panics, and Crashes*, New York: Basic Books.
- Kohli, Atul (2004) *State-Directed Development*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Krugman, Paul (1979) "A model of balance of payment crises". *Journal of Money, Credit, and Banking* 11: 311-325.
- Krugman, Paul (1998) "What happened to Asia?". Disponível em <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>.
- Larsen, E. R. (2004) "Escaping the resource curse and the Dutch disease? When and why Norway caught up with and forged ahead of its neighbours". Discussion paper 377, Statistics Norway, Research Department, maio 2004.
- Lederman, Daniel e William F. Maloney (eds.) (2007) *Natural Resources: Neither Curse nor Destiny*. Washington and Stanford: World Bank and Stanford University Press.
- León-Ledesma, M. A. (2002), "Accumulation, innovation and catching-up: an extended cumulative growth model". *Cambridge Journal of Economics* 26 (2): 201-216.
- Lewis, Arthur W. (1954) "Economic development with unlimited supply of labour". *The Manchester School* 22: 139-91.
- Libânio, Gilberto A. (2009) "Aggregate demand and the endogeneity of the natural rate of growth: evidence from Latin American economies". *Cambridge Journal of Economics* 33 (5) setembro: 967-984.
- List, Friedrich (1846 [1999]) *National System of Political Economy*, Roseville, Ca: Dry Bones Press, 1999. Publicação original em alemão, 1846.
- Marconi, Nelson (2012) "The industrial equilibrium exchange rate in Brazil: an estimation". *Revista de Economia Política* 32 (4): 656-669.

- Marconi, Nelson e Marcos Rocha (2012) “Taxa de câmbio, comércio exterior e desindustrialização precoce – o caso brasileiro”. *Economia e Sociedade* (Instituto de Economia da Unicamp) 21, número especial: 853-888.
- McCombie, John Stuart L. e M. Roberts (2002) “The role of the balance of payments in economic growth”. In Mark Setterfield (ed.) *The Economics of Demand Led-Growth*, Aldershot: Edward Elgar.
- McKinnon, Ronald (1973) *Money and Capital in Economic Development*. Washington, D.C.: Brookings Institution.
- Minsky, Hyman P. (1972 [1982]) “Financial instability revisited”. In Hyman P. Minsky (1982) *Inflation, Recession and Economic Policy*, Armonk: Whetsheaf Books: 117-161. Publicado originalmente em 1972.
- Minsky, Hyman P. (1975) *John Maynard Keynes*, New York: Columbia University Press.
- Minsky, Hyman P. (1986) *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven: Yale university Press.
- Miranda, Mauro Costa (2006) “Crises cambiais e ataques especulativos no Brasil”. *Economia Aplicada* 10 (2): 287-301.
- Mollo, Maria de Lourdes R. e Adriana Amado (2015) “The ‘developmentalism’ debate in Brazil: some economic and political issues”. *Review of Keynesian Economics* 3 (1) Spring 2015: 77-89.
- Montiel, Peter J. (2003) *Macroeconomics in Emerging Markets*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Moreno-Brid, Juan Carlos (1998-99) “On capital flows and the balance-of-payments-constrained growth model”. *Journal of Post Keynesian Economics*, 21, inverno, 1998-99.
- Nassif, André, Carmen Feijó e Eliane Araújo (2012 [2015]) “Overvaluation trend of the Brazilian currency in the 2000s: Empirical estimation”. *Revista de Economia Política* 35 (1) 2015: 3-37.
- Neftci, Salih (2002) “Excessive variation in risk factor correlation and volatilities”. *Computing in Economics and Finance*, 254, Society for Computational Economics.
- Obstfeld, Maurice (1986), ‘Rational and Self-Fulfilling Balance of Payments Crises’, *American Economic Review* 76: 72-81.
- Obstfeld, Maurice (1994), ‘The Logic of Currency Crises’, *Cahiers Economiques et Monétaires* 43, Bank of France: 189-213.
- Oreiro, José Luis (2004) “Accumulation regimes, endogenous desired rate of capacity utilization and income distribution”. *Investigación Económica*, Vol. LXIII (248).
- Oreiro, José Luis, Flávio A. C. Basílio, Gustavo J. G. Souza (2014) “Effects of overvaluation and Exchange rate volatility over industrial investment: empirical evidence and economic policy proposals for Brazil”. *Revista de Economia Política*, 34 (3): 347-369.
- Oreiro, José Luis e Luis Fernando de Paula (2009 [2012]) “O novo desenvolvimentismo e a agenda de reformas macroeconômicas para o crescimento sustentado com

- estabilidade de preços e equidade social”. In Oreiro, de Paula e Basílio (orgs.) *Macroeconomia do Desenvolvimento: Ensaio sobre Restrição Externa, Financiamento e Política Macroeconômica*, Recife: Editora Universitária da UFPE: 59-94. Circulado em 2009.
- Oreiro, José Luis e Nelson Marconi (2011). “Câmbio: adiar o ajuste pode sair caro”. *Valor Econômico*, São Paulo, p. A15 – A15, 13 mai.
- Oreiro, José Luis, Flávio A.C. Basílio, Gustavo J.G. Souza (2014) “Effects of overvaluation and Exchange rate volatility over industrial investment: empirical evidence and economic policy proposals for Brazil”. *Revista de Economia Política*, 34 (3): 347-369.
- Oreiro, José Luis, G. J. Silva e W. Fortunato (2008) “Gasto público com infraestrutura, acumulação privada de capital e crescimento de longo prazo: uma avaliação teórica e empírica para o Brasil (1985-2003)”. XIII Encontro Nacional de Economia Política, João Pessoa.
- Ötger, Inci e Ceyla Pazarbasioglu (1995) “Speculative attacks and currency crises: the Mexican experience”. Washington: Fundo Monetário Internacional, 1995: IMF Working Paper n. 95/112.
- Palma, Gabriel (2005) “Four sources of ‘de-industrialization’ and a new concept of Dutch Disease”. In José Antonio Ocampo (ed.) (2005) *Beyond Reforms: Structural Dynamics and Macroeconomic Vulnerability*, Stanford: Stanford University Press and World Bank.
- Palma, Gabriel (2013) “Desindustrialización, desindustrialización ‘prematura’ y un nuevo concepto del ‘síndrome holandés’”. Cambridge: School of Economics of the University of Cambridge, cópia.
- Park. M. S. (2000). “Autonomous demand and the warranted rate of growth”. *Contributions to Political Economy*, vol 19, n.1
- Paula, Luiz Fernando de (2006) “Repensando o desenvolvimentismo”. *São Paulo em Perspectiva* 20 (3): 47-58.
- Prado Jr., Caio (1945 [1956]) *História Econômica do Brasil*. São Paulo: Editora Brasiliense. Publicação original, 1945.
- Prebisch, Raúl (1959) “Commercial policy in the underdeveloped countries”. *American Economic Review* 49 (2): 251-273.
- Przeworski, Adam (2001), ‘How many ways can be third?’. In A. Glyn (ed.) *Social Democracy in Neoliberal Times: The Left and Economic Policy Since 1980*, Oxford: Oxford University Press, p. 312-33.
- Robischek, W. (1981) “Some reflections about public debt management”. Santiago do Chile: Banco Central del Chile, Estudios Monetários VII.
- Rodrik, Dani (1998) “Who needs capital-account convertibility”. In Stanley Fischer et all. (1998) *Should IMF Pursue Capital-Account Convertibility?* Princeton: Princeton University Press: *Essays in International Finance* 207, maio 1998: 55-65.

- Rodrik, Dani, Arvind Subramanian and Francesco Trebbi (2004) "Institutions rule: the primacy of institutions over geography and integration in economic development". *Journal of Economic Growth* 9 (6): 131-165.
- Rosenstein-Rodan, Paul (1943) "Problems of industrialization in Eastern Europe and South-Eastern Europe". *Economic Journal* 53, junho 1943, 202-11.
- Sachs, Jeffrey D. e Warner, Andrew M. (1999). "The big push, natural resource booms and growth". *Journal of Development Economics*, Elsevier, vol. 59(1), pages 43-76.
- Sachs, Jeffrey D. e Andrew M. Warner (2001) "The curse of natural resources". *European Economic Review* 45: 827-838
- Sachs, Jeffrey D. (2007) "How to handle the macroeconomics of oil wealth". In Humphreys, Macartan, Jeffrey D. Sachs & Joseph E. Stiglitz (eds.) (2007) 173-193.
- Sala-i-Martin, Xavier e Arvind Subramanian (2003) "Addressing the natural resource curse: an illustration from Nigeria". Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, Working Paper 9084, junho.
- Sargent, Thomas J. (1979 [1987]). *Macroeconomic Theory*. New York: Academic Press.
- Setterfield, Mark (1997) *Rapid Growth and Relative Decline*, Oxford: St. Martin Press.
- Shaw, Edward (1973) *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford: Oxford University Press. Financial deepening
- Solow, Robert M. (1956) "A contribution to the theory of economic growth". *Quarterly Journal of Economics* 70: 65-94.
- Solow, Robert M. (1957) "Technical Change and the Aggregate Production Function". *Review of Economy and Statistics*, vol. 70: 65-94.
- Studart, Rogério (2004) "Integrating uneven partners: the destabilizing effects of financial liberalization and internationalization of Latin American economies". In Mathias Vernengo (ed.) (2004) *Financial Integration and Dollarization: No Panacea*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Takayama, Akira (1993) *Analytical Methods in Economics*, Ann Arbor: The University of Michigan Press.
- Tavares, Maria da Conceição (1963 [1972]) "Auge e declínio do processo de substituição de importações no Brasil". In M.C. Tavares (1972) *Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro*, Rio de Janeiro: Zahar Editores. Publicação original em espanhol, 1963.
- Taylor, John B. (1993) "Discretion versus Policy Rules in Practice". *Carnegie-Rochester Series on Public Policies* 39: 195-214.
- Taylor, Lance (1983) *Structuralist Macroeconomics*. New York: Basic Books.
- Taylor, Lance (2004) *Reconstructing Macroeconomics*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Thirlwall, A.P. (1979) "The balance of payments constraint as an explanation of international growth rates differences". *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, Vol. 128, 1979.

- Thirlwall, A.P. (1997) "Reflections on the Concept of Balance-of-Payments-Constrained Growth Rates". *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 19, N.3.
- Thirlwall, A.P. (2001) "The relation between the warranted growth rate, the natural growth rate and the balance of payments equilibrium growth rates". *Journal of Post Keynesian Economics* 24 (1) 2001: 81-88.
- Thirlwall, A.P. (2002) *The Nature of Economic Growth*. Edward Elgar: Aldershot.
- Torvik, Ragnar (2001) "Learning by doing and the Dutch disease". *European Economic Review* 2001: 285-306.
- Wade, Robert (1990) *Governing the Market*, Princeton: Princeton University Press.
- Weiss, Linda (1998) *The Myth of the Powerless State*, Ithaca. NY: Cornell University Press.
- Williamson, John (1990) "The progress of policy reform in Latin America". In John Williamson (ed.) *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* Washington, DC: Institute for International Economics: 353-420.

ÍNDICE

- A**
- Alejandro, Carlos Diaz, 107
- Alta preferência pelo consumo imediato, 14, 92, 108, 109, 111, 135, 210
- Amsden, Alice, 10
- Anos dourados do capitalismo, 179
- Anos neoliberais do capitalismo, 179, 235
- Arábia Saudita, 79, 91, 196
- Araújo, Eliane, xii, xiii, 77
- Arestis, Philip, xii, 134
- Argentina, 106, 185, 190, 194
- Autonomia nacional, 17, 18
- B**
- Banco Central, 54, 62, 63, 103, 104, 106, 107, 125, 133, 134, 135
- Banco Central Europeu, 139, 144
- Banco Mundial, ix
- Basílio, Flávio A. C., xii, 77
- Belluzzo, Luiz Gonzaga, xiii
- Bens e/ou serviços *tradable*, 52, 69, 71-73, 90, 183; *non tradable*, 52, 70
- Bhaduri, Amit, xiii, 171
- Bhalla, Surjit S., 52
- Blanchard, Olivier, 119
- Bolha financeira ou de crédito, 63
- Boyer, Robert, xii
- Brasil, 17, 22, 44, 55, 67, 77, 81, 82, 105, 118, 173, 174, 184, 190, 193, 194
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos, xi, xii, 69, 94, 190
- Burlamaqui, Leonardo, xiii
- C**
- Calvo, Guillermo, 95
- Capacidade, 39-41, 45
- Carry trade*, 62
- Carvalho, Fernando Cardim de, 209
- Castro, Antonio Barros de, xiii
- Catching up* ou alcanceamento, viii, 3, 16-18, 175, 198, 203, 212
- Cepeda, Vera, xiv
- Chandreskar, C.P., xiii
- Chang, Ha-Joon, xii, 17,
- Chatterji, Monojit, 189
- Cingapura, 16, 174
- Coalizão de classes; desenvolvimentista, v, 11, 221, 232; liberal ou neoliberal, 109
- Coefficiente de abertura, 169, 233
- Coefficiente de importação, 169
- Colapso financeiro de 1929, ix
- Comissão Europeia, 144
- Comportamento de manada, 117, 149
- Condição de Marshall-Lerner, 13, 102
- Controles de capital, 54, 107, 189, 206, 209
- Corden, Max, 69, 142
- Coreia do Sul, viii, 10, 16, 17, 22, 44, 97, 144, 174
- Coutinho, Luciano, xiii
- Credibilidade, 106, 133, 134
- Crescimento com poupança e endividamento externo, 207
- Crise de balanço de pagamentos ou cambial, 26, 63
- Crise do balanço de pagamentos (ver crise financeira)
- Crise do euro, 144, 197
- Crise do sistema bancário, 141, 142, 146
- Crise financeira, viii, 4, 18, 26, 45, 46, 54, 61, 72, 102, 105, 108, 115, 117, 118, 122,
- Crise financeira; de 1997, 144, 206; de 2008, 141, 144, 146, 181, 206, 207, 209
- Crise fiscal, 142, 149
- D**
- Davidson, Paul, 30, 134
- Déficit público, 6, 8, 60, 141, 142, 144-146, 151
- Dependência da trajetória (*path dependency*), 37

- Desalinhamento da taxa de câmbio, 4, 51, 56, 117
- Desemprego, 7, 150; e inflação, 133; e baixo crescimento, 181; de trabalhadores qualificados, 84
- Desenvolvimentismo, vi, ix-xii, 10, 11, 16, 25, 178, 229
- Desenvolvimentismo clássico, viii, ix, x, 6, 9, 11, 41, 44, 93, 172, 174
- Desigualdade, 86, 177
- Desvalorização, 221; *once and for all*, 196, 203, 213
- Diaz Alejandro, Carlos, 107
- Dinheiro; quantidade de, 52, 58; demanda de, 76, 186; oferta de, 125, 127, 132; dinheiro próprio, 139
- Discrecionariedade; discrecionariedade restrita, 133; regras versus discrecionariedade, 133
- Dívida externa, 44, 54, 91, 94-96, 115, 117; crise da dívida externa, 104
- Doença holandesa, 67; conceito de, 69; conceito ampliado de, 79; neutralização da, 183; gravidade da, 77
- Dornbusch, Rudiger, 241
- Doutrina Lawson (de Nigel Lawson), 143
- Dutt, Amitava Krishna, 37
- E**
- Economia política, 221
- Efeito Balassa-Samuelson, 5, 59
- Efeito Kaldor-Verdoorn, 216
- Efeito-preço ou efeito-custo, 108, 204
- Efeito-renda ou efeito-quantidade, 108, 204
- Eichengreen, Barry, 94, 95, 207, 208
- Elasticidade-renda, 10, 32, 41-47, 156, 157, 213-215
- Emirados Árabes, 53
- Empresas públicas, 26
- Epstein, Gerald, xiii
- Empresas multinacionais, 10, 94, 97, 109, 139, 190
- Espanha, 31, 144, 190
- Estado, conceito de, 11; desenvolvimentista, 81; papel do, 229
- Estados Unidos, x, xii, 16, 17, 55, 83, 84, 121, 138, 180, 184
- Estratégia de crescimento: *domestic-led*, 171; equilibrada, *export-led*, 173; *profit-led*, 171; *wage-led*, 171
- Estruturalismo, viii, xi, 9, 11, 42
- Exportações, subsídios às, 75, 193
- F**
- Ferrari Filho, Fernando, xii, xiii
- Finança *hedge*, 138; especulativa, 138; Ponzi, 138
- Financiamento, externo (em moeda estrangeira) 41, 48, 92, 95, 97, 140, 145; interno, 95
- Financeirização, 61, 115, 138, 139
- Flassback, Heiner, xii, xiii
- Fluxos de capital, 43, 54, 60, 76, 94, 148, 157, 206, 207, 208
- FMI, 94, 115, 117, 143, 151, 206, 207
- Fragilidade financeira, 117, 138, 145, 148
- Frenkel, Robert, xiii
- Função investimento, 25, 27, 51
- Fuga de capitais, 209
- Fundo soberano, 85, 186, 197
- Furtado, Celso, 9, 21, 33, 108, 192, 238
- G**
- Gala, Paulo, xi, xii, xiv
- Galbraith, John Kenneth, 137
- Ghosh, Jayati, xiii, xiv
- Gonzáles, Lauro, xiv
- Grande Depressão, ix, 137
- Guillén R., Arturo, xiii
- Guttman, Robert, xiv
- H**
- Hipótese dos mercados eficientes, 148, 209
- Hirschman, Albert, v, x, 9
- Hong Kong, 174
- Humphreys, Macartan, 70
- I**
- Indonésia, viii, 144
- Indústria nascente, 10, 184
- Inflação, 125; estruturalista, 10; inercial, 105, 125, 127, 206
- Investimento externo direto, 10, 162, 207
- Investimentos diretos, 43, 92, 94, 109, 120
- Irlanda, 144
- Irresponsabilidade cambial, 140, 149
- Irresponsabilidade fiscal, 104, 108, 135, 140, 141, 142, 149
- Itália, 17, 31, 144
- J**
- Johnson, Chalmers, 10
- K**
- Kaldor, Nicholas, 28, 32, 33, 216
- Kalecki, Michael, 7, 137
- Karl, Terry Lynn, 87, 88
- Keynes, John Maynard, 14, 25, 27, 29, 30, 34, 113, 137, 150, 179, 209, 230, 238
- Keynesianismo vulgar, viii, 149, 150
- Kindleberger, Charles, 137

Kohli, Atul, 3
 Kregel, Jan, xii, 134
 Kwame Sundaran Jomo, xiv

L

Le Heron, Edwin, xiii
 Lei das vantagens comparativas, 5, 13, 184, 233
 Lei de Thirlwall, 13, 42, 46
 Leiderman, Leonardo, 95
 Liberalismo econômico, 3, 6, 7, 75, 86
 Liberalização do comércio, 16, 82, 83, 161, 232, 233
 Liberalização financeira, 233

M

Macroeconomia; keynesiana, vii-ix, xi, 7-9, 113, 116, 229; desenvolvimentista, vi-xiv, 4-13
 Malásia, 144, 206, 208
 Maldição dos recursos naturais. Ver doença holandesa
 Maquilas, 84, 205
 Marconi, Nelson, xii, xiii, 58, 77, 225
 Marglin, Steven, 171
 Mark-up, 128, 129, 180, 222
 McCombie, J.S.L., 44
 McKinnon, Ronald, 103
 Método, 3; histórico-dedutivo, 5, 6; hipotético-dedutivo, 6, 12
 México, 17, 44, 79, 81, 83, 84, 144, 173, 174, 190, 194
 Microeconomia, vi, 178, 188
 Minsky, Hyman, 8, 116, 117, 137, 138, 139, 147
 Modelo dos dois hiatos, 43, 46, 48
 Moeda estrangeira, 60-62
 Montiel, Peter, 96
 Mundell, Robert, 54, 205

N

Nakano, Yoshiaki, xi, xiii, xiv
 Nassif, André, xii, xiii, 77
 Nayar, Deepak, xiii
 Neary, J. P., 69
 Neutralização da doença holandesa, 183
 Neutralização da tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio, 203, 208, 226
 Novo desenvolvimentismo, 10, 11, 16, 25, 31, 178, 229-238

O

Ocampo, José Antonio, xii-xiv
 Oliveira Lima, Luiz Antônio, xiv
 Oportunidades de investimento. 12, 25, 27-29, 44, 97, 98, 101-103, 109, 111, 113, 169, 172, 174, 232, 233

Oreiro, José Luís, xi-xiii, 29, 31, 40, 77, 219, 225
 Ortodoxia liberal, 11, 54, 91, 96, 103, 104, 107, 205, 207, 229, 230

P

Palley, Thomas I., xiii, xiv
 Palma, Gabriel, xii, xiii, 81, 194
 Parada súbita, 115, 140, 151
 Paridade do poder de compra, 55
 Paula, Luiz Fernando de, xi, xiii, xiv
 Pecado original, 94, 157
 Piso da taxa de câmbio, 63
 Política cambial, 203-210
 Política de âncora cambial para controlar a inflação, 91, 105, 110
 Política de crescimento com poupança e endividamento externo, 203
 Política de nível alto de taxa de juros, 103, 104, 210
 Política fiscal, 149, 150
 Política monetária ou de juros, 205, 208, 210
 Populismo econômico, 108, 113; fiscal, 108; cambial, 108
 Prado Jr., Caio, 17
 Preço, cinco preços macroeconômicos, v, vi, 4, 7, 51
 Price, Simon, 189
 Priewe, Jan, xiii-xiv
 Propensão marginal a consumir, 97, 101, 110, 111
 Protecionismo, 11, 81, 82, 184, 192, 193, 200
 Przeworski, Adam, xiii

R

Reinhart, Carmen, 95
 Reino Unido, x, xii, 81
 Restrição externa, 39, 41
 Restrição financeira, 147
 Restrição de liquidez, 140, 147
 Restrição de solvência, 146
 Roberts, M., 44
 Rodrik, Dani, 88, 95
 Ros, Jaime, 37

S

Sachs, Jeffrey D., 70, 87
 Sala-i-Martin, Xavier, 245
 Salama, Pierre, xiv
 Shaw, Edward, 103
 Silogismos econômicos, 13, 205
 Simonsen, Mario Henrique, 137, 147
 Souza, Gustavo J. G., xii, xiii, 77
 Stiglitz, Joseph E., 70
 Studart, Rogério, 207

- Subemprego, 84
Subramanian, Arvind, 88
Subsídio à exportação, 92, 193
Substituição das importações, 22, 23, 48, 173, 174, 192, 204
- T**
- Tailândia, viii, 144
Taiwan, vii, 10, 16, 174
Tarifas de importação, 83, 192-194, 200; tarifa zero, 83
Tavares, Maria da Conceição, 173
Taxa de câmbio de equilíbrio corrente, 71, 72, 74-77, 130, 156, 159, 183, 186, 188, 196, 197, 203
Taxa de câmbio de equilíbrio da dívida externa, 162
Taxa de câmbio de equilíbrio industrial, 14, 46, 47, 74-78, 130, 154, 156, 161, 183, 186, 188, 196-199, 221
Taxa de crescimento, 26, 27, 31, 32, 36, 42-47
Taxa de juros, 4, 8, 62-64, 102-105
Taxa de lucro, 177; esperada, 3, 4, 8, 39-41, 98, 100, 101, 170, 175; satisfatória, 22, 99, 178
Taxa de salários, 4, 8, 19, 51, 97, 196
- Taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa, 99-101, 111, 145, 164, 207, 210
Taxas de câmbio múltiplas, 82, 155, 184, 192, 194
Taylor, Lance, xii, xiv,
Tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio, 4, 41, 45, 46, 53, 60, 64, 72, 105, 108, 109, 115, 116, 119, 137, 149, 170, 203
Teoria econômica neoclássica ou teoria neoclássica, 9, 10, 85, 103, 116, 205
Teoria econômica estruturalista. Ver Novo desenvolvimentismo.
Thirlwall, A.P., 31
Transparência, 134
Triângulo das impossibilidades, 205
- V**
- Venezuela, 81, 151, 196
Vernengo, Matias
- W**
- Wade, Robert, xiv
Weiss, Linda, 10
Williamson, John, 94, 120