

Argentina, Brasil, México, face à crise internacional

Pierre Salama¹

Desde que a crise dos créditos hipotecários explodiu e que a recessão começou a se precisar com maior clareza nas economias desenvolvidas, muitos economistas consideraram que as economias emergentes não seriam ou seriam pouco afetadas. A melhora da maior parte dos indicadores de vulnerabilidade, bem como o bom nível dos fundamentos (excedentes da balança comercial, retomada do crescimento e manutenção de uma taxa de inflação em nível pouco elevado, diminuição mais ou menos pronunciada da pobreza) deveria preservar as economias latino-americanas dos efeitos nocivos de um possível contágio. Alguns economistas consideraram que as economias emergentes de uma maneira geral, a China e a Índia mais particularmente, poderiam constituir uma “oportunidade” para as economias desenvolvidas e as ajudar a sair de suas respectivas crises. Tal era, por exemplo, a posição defendida pelos economistas da Goldman Sachs: a China, a Índia, “motores” do crescimento mundial, ofereciam mercados suficientes para compensar os efeitos negativos da crise financeira sobre a rentabilidade das empresas dos países desenvolvidos.

Assim, as economias emergentes, seja mais “solidas” que antes e, portanto menos vulneráveis, seja “motores” do crescimento, não somente não deveriam sofrer, ou pouco sofreriam a crise financeira, antes pelo contrário essas economias poderiam “ajudar” os países desenvolvidos a ultrapassar os feitos negativos de suas crises financeiras sobre suas taxas de crescimento. Outros economistas, ainda que muito raros, apresentavam essas proposições com maiores nuances: todos os países não se encontrariam exatamente na mesma situação, e, para ficarmos na América Latina, alguns deles estariam mais vulneráveis que outros, e para os mais prudentes, a amplitude da crise financeira atual se constitui em uma variável importante a ser levada em conta. Uma crise financeira “crescente” como aquela que afetou as bolsas ocidentais até a falência de Lehman Brothers (setembro de 2008) poderia não provocar efeitos de contágio,

¹ Professor universitário, CNRS UMR 7115. Agradeço aos comentários de: Fabio Erber, Sonia Rocha, Carlos Nelson dos Reis, Fernando Francis, Emilio Taddéi, Marcelo Antinori, Jaime Marques Pereira e Thierry Deffarges. Versão revisada no final de dezembro de 2008.

enquanto uma crise aberta, prevista por poucos economistas, pode ter “efeitos tsunamis” e, se transformando em crise sistêmica, pode afetar economias aparentemente saudáveis.

Desde então, revelando a arrogância da Finança e de seus teóricos² que pensavam que poderíamos indefinidamente “produzir dinheiro a partir de dinheiro” com taxas extremamente elevadas, a História decidiu. Antes latente, a crise financeira explodiu e gerou uma crise econômica, as duas crises aparecem montadas uma na outra, se inserindo em um círculo que se tornou “vicioso”. Busca de liquidez, “*crédit crunch*” precipitam a crise; ao inverso as intervenções massivas dos bancos centrais, em seguida as dos Estados, procuram quebrar o círculo vicioso de um endividamento insustentável com a baixa drástica das capitalizações das empresas.

A desaceleração da atividade econômica é agora admitida, até mesmo pelas autoridades governamentais. O crescimento deveria ser ao menos a metade daquele de 2008 nas três economias analisadas. Esse crescimento deveria ser mais fraco se, de um lado, a crise econômica nos países desenvolvidos se acentuar e a necessidade de liquidez aumentar; e de outro, se as medidas governamentais tomadas para facilitar o acesso ao crédito se mostrarem insuficientes.

Apresentaremos sucessivamente “porque a crise não deveria acontecer”, em seguida “porque ela aconteceu”. Ela não deveria acontecer dado que o conjunto de indicadores de vulnerabilidade tinha melhorado na maior parte das economias latino-americanas. Ela aconteceu e com o passar dos dias ela se mostra cada vez mais severa. É a prova de que esses indicadores não são suficientes para que se possam estabelecer prognósticos fiáveis. É necessário acrescentar indicadores de fragilidade. Para um dado nível de intensidade de crise nos países desenvolvidos, as fragilidades das principais economias latino-americanas dependem de suas respectivas políticas de taxa de câmbio passadas (quanto mais eles deixaram essas taxas apreciadas, mais eles se tornaram frágeis face à adversidade), de suas inserções na economia mundial (quanto menos elas se baseiam em produtos de alta e média tecnologia, mais suas capacidades de resistência são fracas), enfim das desigualdades de renda (quanto mais elas são bi polarizadas, menos facilidade para substituir mercados externos em crise por um dinamismo de mercado interno). Quanto melhor os níveis dos indicadores mais fácil será resistir à crise e inversamente. Como a crise nos países desenvolvidos adquiriu um caráter sistêmico e os indicadores de fragilidade não são muito bons, as suas repercussões serão importantes para essas economias emergentes, apesar de os indicadores de vulnerabilidade terem melhorado. As medidas contra cíclicas tomadas pelos

² Ver o livro de H. Bouquinat e E. Briys (2009: A Arrogância das finanças em relação às fontes do krach: erros dos mercados, miopia da teoria e carência da regulação (Editions La Découverte, Paris).

governos, por mais necessárias que sejam, apenas poderão atenuar os efeitos de contágio e limitar os custos sociais sobre as categorias mais vulneráveis às crises, a saber, os pobres.

1. Porque a crise não deveria acontecer...

1.1. Um novo contexto: a globalização

Quando se evoca a globalização, em geral cometem-se dois erros. O primeiro consiste em confundir a globalização comercial com a globalização financeira. As duas são bem distintas. A primeira é na maior parte dos casos muito menos avançada que a segunda. O segundo erro decorre do esquecimento de que se trata de um processo.

Isso que se chama globalização resulta de um longo processo de abertura que tocou o conjunto das economias do planeta³. A internacionalização crescente das atividades se traduz por uma expansão generalizada das trocas, mais ou menos viva e regular segundo os países. Esta tendência se reforça desde os anos 1980. Assim, por exemplo, a percentagem de exportações e importações globais em relação ao PIB mundial que era de 27% em 1986, passou a 36% em 1996, depois a 50% em 2006 (fonte: BIS e FMI). A globalização comercial não é, portanto a livre troca cara aos economistas liberais. Ela se situa entre a abertura total das trocas comerciais e o isolamento. Ela não designa o fim do processo que seria esta abertura total⁴, ela é um momento de um processo. Dito isso, o que caracteriza a globalização após algumas décadas é sua avançada rapidez, já que o ritmo das trocas é próximo do dobro daquele do PIB, nesses vinte e cinco últimos anos.

Apesar do aumento substancial no grau de abertura do Brasil entre 1990 (11,7%) e 2004 (26,9%), seu peso no comércio internacional ainda se encontra em um nível marginal e relativamente estável entre 1975 (1,1%) e 2005 (1,1%)⁵. Esse peso cresce em seguida graças, sobretudo a importante aumento do curso para as matérias-primas até meados de 2008. O crescimento das exportações da China é muito mais rápido que a média mundial. Sua participação no comércio internacional, mais ou menos equivalente àquela do Brasil em 1975

³ Com exceção de algumas economias, como é o caso da Birmânia.

⁴ A abertura completa não deve ser confundida com a livre troca. A abertura, seja qual for sua importância, é com efeito compatível com uma intervenção do Estado, enquanto que o segundo faz do mercado o único regulador. Uma economia pode então ser muito aberta; como o são algumas economias asiáticas, e conhecer um forte crescimento sem que por isso se possa dizer que ele resulta da livre troca. O forte crescimento é nesse caso o resultado de uma intervenção consequente do Estado, sobretudo no setor de exportação. Sobre esta distinção importante ver Akkerman, A. e Teunissen, J.J., editores (2005), *Diversity in development, Reconsidering the Washington Consensus*, Fondad, La Hague e mais particularmente: Wing Thie Woo: "Serious Inadequacies of the Washington Consensus, Misunderstanding the Poor by Brightnest", nos mesmo livro.

⁵ Nós desenvolvemos esse ponto com P. Klias (2007): "A globalização no Brasil: responsável ou bouc émissaire?". Lusotopie no. XIV, publicado em português na Revista de Economia Política, no. 34, 2008.

(0,9%), se eleva fortemente: 1,9% em 1990, 3,9% em 2000 e alcança 7,4% em 2005 (fonte: carta IEDI, 2006). A globalização comercial é, portanto, mais rápida que a do Brasil. O Brasil se abre à economia mundial ao ritmo médio observado para o conjunto dos países, diferentemente da China. Tal foi o caso para a maior parte dos países, mesmo com exceções notáveis: o México, onde as exportações cresceram mais rapidamente que a média dos países latino-americanos graças à performance das indústrias de montagem⁶.

A globalização não é apenas comercial, ela é também financeira. O crescimento da globalização financeira é mais elevado. Limitando-se às trocas financeiras e as relacionando às trocas comerciais, pode-se observar que os fluxos de capitais tornam-se em média cada vez mais importantes que os fluxos comerciais. Em 1986 o estoque de títulos emitidos representava apenas 23% do valor dos fluxos comerciais, mas em 2002 esse estoque alcançou e depois ultrapassou 2/3 do valor das trocas comerciais, tendo alcançado 71% no fim do período. No caso do Brasil, comparado à evolução mundial, esse processo foi ainda mais rápido. Paralelamente à abertura das trocas comerciais internacionais, assiste-se a uma elevação dos valores dos títulos com características exclusivamente financeiras, principalmente a partir de 1994, ano em que o governo lançou o Plano Real e estabeleceu um acordo com o FMI para uma renegociação da dívida externa do país. Dessa forma, essa mesma taxa passou de uma média de 8% antes de 1994 para uma média anual de 60% no período seguinte, em parte dado ao aumento do preço desses ativos. Dito de outra forma, uma globalização comercial mais pronunciada foi acompanhada de uma globalização financeira ainda mais forte (fonte BIS e FMI).

A globalização financeira é mais volátil que a globalização comercial, sobretudo no que concerne aos investimentos em portfólio, e dentro dele mais particularmente os bônus e títulos de curto prazo, quer sejam privados ou públicos. Certos países procuram frear esta volatilidade, e ao fazer isso os efeitos desestabilizadores impõem saídas de capitais no curto prazo. Outros

⁶ Taxa de crescimento médio das exportações.

País	1975-1984	1985-1994	1995-2005
México	28,5	8,4	12,4
Argentina	9,3	8,1	8,9
Brasil	13,7	5,6	8,8
China	14,9	16,8	17,9

Fonte: World Development Indicators, 2007.

dificultam as saídas de capitais domésticos⁷, mantendo a permissão para de saída de capitais estrangeiros para atraí-los.

E nesse contexto que se devem situar os indicadores de vulnerabilidade e os fundamentais. Concentraremos aqui a análise sobre o Brasil. Com efeito, o Brasil parece menos vulnerável que o México ou a Argentina. O primeiro concentra o essencial de seu comércio com os outros países da América do Norte e, por esse fato, encontra-se particularmente sensível às respectivas conjunturas desses países, sobretudo porque uma parte importante das exportações mexicanas é composta de produtos de montagem. Além do mais, as receitas orçamentárias mexicanas encontram-se fortemente dependentes do preço do petróleo que ele exporta. A queda desses preços, no quarto trimestre de 2008, tornou esse país particularmente vulnerável, limitando suas capacidades orçamentárias para relançar a atividade econômica. Enfim, o México não conseguiu restabelecer um saldo positivo de sua balança comercial, apesar da alta do preço do petróleo, e se ele conseguiu limitar o déficit de sua balança de contas correntes decorre, parcialmente, do saldo positivo de sua balança de turismo, e essencialmente graças às remessas de trabalhadores mexicanos residentes nos Estados Unidos. Ora, a recessão nesse país diminui as rendas familiares e afeta as despesas de turismo e as transferências de mexicanos.

A Argentina tem um comércio mais diversificado, um ritmo de crescimento muito elevado há alguns anos e um serviço da dívida externa restritivo: reembolso massivo de bônus creditados quando da gestão de sua dívida externa, substituindo antigos créditos, impossíveis de serem pagos por meio de empréstimos externos. Esse serviço da dívida, mais difícil de ser liquidado em decorrências de importantes vencimentos em 2009, só pode ser efetuado a partir das reservas acumuladas após 2003 e do saldo positivo de sua balança comercial. Ora, esse último encontra-se em vias de redução rápida com a redução dos preços das matérias-primas e da recessão mundial que torna difícil aumentar as exportações de produtos industriais⁸. Inversamente, pode-se acrescentar que a fraca inserção financeira da Argentina deveria protegê-la da especulação internacional. Em realidade, a situação é mais complexa. Herdeira de um

⁷ Diante das crescentes dificuldades em transferir capitais ao estrangeiro, os especuladores usaram uma medida original, que consiste em comprar títulos nas bolsas estrangeiras, mesmo quando essas bolsas entraram em uma crise profunda, para revendê-los imediatamente. Dessa forma, os pesos argentinos foram convertidos em dólar. A reação do governo foi, de um lado, fornecer dólares a fim de evitar uma forte depreciação do peso e, de outro, impor aos adquirentes um congelamento de muitos dias para os títulos comprados, antes de revendê-los, esperando que a elevação do custo, decorrente da queda das bolsas estrangeiras somada à depressão provável do peso, iria frear as saídas de capitais... (ver Folha de São Paulo, 4/11/2008: BC argentino tenta conter fuga de capitais).

⁸ Acrescente-se que o abandono por lei do sistema de aposentadoria por capitalização (em crise) e sua substituição pelo sistema de repartição na Argentina, a fim de manter o nível de aposentadorias, deveria poder “ajudar” transitoriamente os poderes públicos argentinos a encontrar fontes de financiamento complementares para assegurar o serviço da dívida externa “esgotando” no capital das sociedades de capitalização.

liberalismo escorchantes sob os governos Menem e De La Rúa, a internacionalização de sua economia é importante, sobretudo no que concerne aos investimentos estrangeiros diretos. Contrariamente ao que se poderia pensar, essa internacionalização se acentuou⁹, apesar dos conflitos com as transnacionais quando do lançamento do Plano de convertibilidade.

1.2. Uma melhora dos indicadores de vulnerabilidade

Nesse ponto iremos centrar a análise sobre o Brasil. Os indicadores de vulnerabilidade externa levam em consideração diferentes linhas da balança de pagamentos. Três indicadores são em geral privilegiados: o primeiro é um indicador de fluxo, que procura medir as necessidades de financiamento externo; o segundo coloca em relação as reservas com os fluxos e o terceiro estabelece uma relação entre o passivo externo e seus componentes com o PIB¹⁰.

O primeiro indicador considera as necessidades de financiamento externo relativamente ao PIB. São levados em consideração o saldo da balança de contas correntes e o amortecimento da dívida externa no numerador e o PIB no denominador. No caso do Brasil, por exemplo, esse indicador foi, no período 1998-2002, em média de 9% do PIB. Ele passa a 3,7% do PIB em média no período 2006-2007¹¹. Existe, portanto, uma nítida melhora segundo esse indicador. Isso se explica fundamentalmente pelo aparecimento de um saldo positivo na balança comercial, após anos de déficit, uma diminuição do pagamento líquido dos juros da dívida externa, um aumento de dividendos pagos¹².

De 2004 a 2007, o saldo da balança de contas correntes é positivo e as necessidades de financiamento externo se explicam pelo amortecimento da dívida em vias de diminuição.

⁹ Segundo Lozano e alii, sobre as duzentas maiores empresas, produzindo bens e serviços, 64% eram estrangeiras em 2005 contra 52,5% em 1997. O “chiffre d’affaires” (montante das transações) das empresas estrangeiras, em relação àquele das duzentas maiores empresas, aumentou de 64,1% para 75,8% entre as mesmas datas (ver C. Lozano, A. Rameri, T. Raffo (2007): “A cúpula empresarial argentina quando da crise: câmbio em 1997-2005” (documento CTA).

¹⁰ Para uma análise aprofundada, ver F. J. Ribeiro e R. Markwald (2008): Balança comercial e os déficits em transações correntes: de volta a vulnerabilidade externa? Em *Fórum Nacional*; Fórum especial: como ser o melhor dos BRICS. Estudos e pesquisas n.º. 250. Igualmente L. F. de Paula, M. C. de Castro Pires e T. R. Meyer (2008): Regime cambial, taxa de câmbio e estabilidade macroeconômica do Brasil, V Fórum da Fundação Getúlio Vargas, mimeo. R. Gonçalves (2008): Crise econômica: radiografia e soluções para o Brasil, mimeo, e (2008): A crise internacional e a América Latina, com referência ao caso do Brasil, mimeo. Pode-se igualmente ver A. Moreira, K. Rocha e R. Siqueira (2008): “O papel dos fundamentos domésticos na vulnerabilidade econômica dos emergentes”, IPEA, Texto para discussão 1358, para uma análise comparativa de algumas economias latino-americanas com outras economias emergentes asiáticas e européias.

¹¹ Esses dados, bem como aqueles que se seguem foram obtidos no Banco Central, salvo indicações contrárias.

¹² Em 1998 o pagamento dos juros da dívida externa, a transferência de dividendos ao estrangeiro e enfim os lucros repatriados correspondiam a 2,2% do PIB. Após ter aumentado sensivelmente, esse percentual diminuiu em seguida para alcançar em 2007 o mesmo nível de 1998. Mas em relação ao valor das exportações, a baixa é nítida, passando de 35,6% em 1998 para 18,2% em 2007; essa relação é ainda muito pronunciada quando se relaciona os pagamentos às reservas: 40,8% e 16,2% nas mesmas datas.

Somente em 2008 que o saldo se torna negativo e se soma aos amortecimentos em nítida diminuição.

O segundo indicador estabelece uma relação das reservas sobre o PIB, depois sobre as importações, em seguida sobre a dívida externa bruta, enfim sobre o serviço da dívida. O valor das reservas em relação ao PIB era de 5,28% em 1998 e alcançou 13,73% em 2007. O valor das reservas sobre as importações passou de 0,70 a 1,50 nas mesmas datas. As reservas sobre a dívida bruta (estando excluídos os empréstimos inter companhias) passou de 0,20 a 0,93 nesse mesmo período. Enfim o valor das reservas em relação ao serviço da dívida conhece uma evolução semelhante, passando de 0,99 a 3,50 ainda nas mesmas datas. Essa relação alcançou 5,0 em 2008. E se consideramos a relação das reservas sobre a dívida a curto prazo percebe-se uma deterioração entre 1995, quando ela se situa em 123,4%, e 2000, quando ela alcança 60,4%, se estabilizando em seguida até 2002 (64,6), desde quando passa a evoluir de forma positiva, já que ela sobe para 289 em 2007 e, graças à forte alta dos preços das matérias-primas, alcança 326 em junho de 2008. Todos os componentes desse indicador mostram uma nítida melhora da vulnerabilidade externa.

O terceiro indicador coloca em relação o passivo externo e o PIB. O passivo externo é composto de investimentos diretos, investimentos em portfólio, da dívida externa bruta – sem os empréstimos inter companhias – e outros passivos. Esse indicador, medido de maneira bruta e relacionado ao PIB, passa de 67,2% a 71,5% entre 2001 e 2007, ou seja, aparentemente com leve deterioração. Essa deterioração, no entanto, não é confirmada, quando esse indicador leva em consideração o passivo externo líquido e inclui, desde então, os investimentos realizados por residentes brasileiros no estrangeiro. O valor desse indicador foi de 47,9% em 2001, baixa em seguida sensivelmente (35,8%) em 2006 e se eleva novamente em 2007 (43,7%). A melhora desse indicador de vulnerabilidade é menos pronunciada que o observado com os outros indicadores.

Como se irá observar, esse indicador (bruto e líquido) é, ainda que de maneira insuficientemente pertinente, provavelmente melhor que os precedentes para medir a vulnerabilidade externa. A decomposição do indicador bruto supre em parte a insuficiência do indicador tomado em sua totalidade. A parte dos investimentos diretos é de 32,8% do passivo externo bruto e a parte da dívida externa bruta é de 56,4%. Em 2007, a parte dos investimentos em portfólio, mais voláteis que os investimentos estrangeiros diretos, foi de 9,9%, enquanto a dos outros passivos é negligenciável. Em 2001, a composição é diferente: os investimentos em portfólio se elevam a 38,8% em lugar de 9,9% do total de passivos; de maneira inversa, a dívida

externa bruta diminui em termos relativos, passando a 20,6% em lugar de 56,4% e os outros passivos se elevam a 5,6%. A estrutura do passivo externo bruto revela uma vulnerabilidade mais elevada: tradução da elevação das bolsas ditas emergentes, os componentes mais voláteis são mais importantes.

Nos vinte e cinco últimos anos, o PIB per capita aumentou muito pouco e muitos economistas se interrogaram sobre as razões dessa tendência à estagnação econômica¹³. Desde o início dos anos 2000, observa-se uma aceleração do crescimento, importante na Argentina, modesta no México e no Brasil como se pode ver no quadro abaixo. Não entra em nosso propósito aqui analisar se se trata simplesmente de uma fase de crescimento mais sustentável em uma tendência de fraco crescimento, ou se se trata do início de uma nova tendência, **rompendo** com a antecedente. Esta discussão, ainda que interessante, provavelmente ficou obsoleta, a crise sendo de natureza a provocar mutações importantes no futuro.

Taxas de crescimento: Argentina, Brasil e México

País	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Argentina	8,8	9,0	9,2	8,5	8,7	7,0	4,5
Brasil	1,1	5,7	2,9	3,7	5,4	4,8	2,29
México	1,4	4,0	3,2	4,9	3,8	2,0	2,3

Fonte: Estúdio econômico de America Latina y El Caribe, Política macroeconômica y volatilidade, Cepal (2008), para 2008, estimativas FMI, Perspectivas de economia mundial e 2009, estimativas Bradesco (19/12/2008) para o Brasil, FMI (WEO, abril) para o México e Argentina.

Perspectivas de crescimento cada vez mais sombrias.

A data das previsões feitas por instituições é importante, pois a medida que o tempo passa elas se tornam mais pessimistas e são corrigidas para baixo: para o Brasil, por exemplo, o Bradesco previa em 20/6/2008, 4,11% de crescimento para 2009, essa percentagem passou a 3,83% em 1/8/2008, 3,70% em 12/9/2008, 3,41% em 17/10/2008, 3,3% em 21/11/2008, 2,5% em 12/12/2008 e 2,29 em 19/12... No início de dezembro (18/12), a Cepal igualmente modificou suas previsões de crescimento: a Argentina deveria ter um crescimento limitado a 2,6% em 2009, o Brasil 2,1% e o México 0,5% (isto é, um crescimento per capita negativo). Segundo outros institutos, a Argentina deverá ter um crescimento próximo de zero (de 1,5 a 3 segundo os dados oficiais, mas de 0 a 1% segundo a fundação mediterrânea), o Brasil deve enfrentar um crescimento de 0% segundo a Morgan Stanley.

¹³ Apresentamos os debates e nossa contribuição própria a esta questão no primeiro capítulo de nosso livro de 2006: *Le défi des inégalités, une comparaison économique Jamérique latine/ Asie*, publicado pela La Découverte e traduzido em espanhol pela Siglo XXI em 2008.

Exceto para a Argentina¹⁴, este crescimento se fez com uma fraca alta dos preços, de um maior controle do déficit público, e com exceção do México, ele foi acompanhado de um saldo positivo da balança comercial e de uma redução da dívida externa. Esses dados são conhecidos e disponíveis em todos os bancos de dados.

O conjunto desses dados, bem como a melhora dos indicadores de vulnerabilidade, parecem indicar uma capacidade de resistência maior que no passado em relação às crises internacionais. Essas previsões se revelaram equivocadas.

2. Porque a crise se instala:

Muito já se escreveu sobre as origens e causas da crise financeira nos países desenvolvidos. Esse não é o objetivo desse artigo¹⁵. Sublinhemos, entretanto, três pontos que facilitaram o desenvolvimento das bolhas especulativas e suas explosões: a adoção de regras contábeis valorizando os ativos a partir de seus preços de mercado (“mark to market”), a possibilidade para os bancos de vender de maneira muito lucrativa os riscos tomados graças à concepção e à emissão de produtos financeiros cada vez mais sofisticados e os colocar fora de suas avaliações e enfim as formas pelo menos “desonheto”, para retomar uma expressão de Bourguinat e Bryis, de avaliar os riscos. Assim concebida, a engenharia financeira adquire uma lógica própria de entusiasmo: “o crédito não é mais fundado nas perspectivas de rendas dos que se endividam, mas nas expectativas de valor de sua riqueza” observa Aglietta¹⁶. A razão da dívida sobre a renda infla, quando deveria baixar em relação ao valor de mercado. Para retomar uma expressão de Mynski, chega-se muito rapidamente a um financiamento de tipo Ponzi e a instabilidade se mostra e se impõe brutalmente. O sistema implode: a explosão da bolha conduz a uma desvalorização brutal dos ativos e aquilo que favorecia ontem sua formação (a “*equity value*”, isto é, a diferença positiva entre o valor de mercado e o crédito acordado) se transforma em seu contrário (o valor de mercado desaba e se situa a partir de então abaixo do valor dos créditos a serem reembolsados). O retorno do ciclo provoca um ressecamento brutal da liquidez: as empresas financeiras buscam liquidez para financiar um risco que ontem, transferido e

¹⁴ O índice de preços elaborado pelo Indec na Argentina subestima sistematicamente e fortemente a inflação, a ponto de necessitar a construção de um novo índice. A razão oficial apresentada é que o indicador foi construído quando o peso valia um dólar na época da convertibilidade e que não foi modificado desde então, isso significa que o valor dos bens foi mensurado a uma taxa de câmbio de um peso em lugar de três aproximadamente...

¹⁵ Sugerimos os livros de Bourguinat e Bryis já citados, bem como o livro de Lordon (2008): *Até quando? Para terminar com as crises financeiras*, edição Raison d’agir; e sobretudo o livro de Aglietta e Berrebi (2007): *Désordre dans le capitalisme mondial*, edição Odile Jacob, escrito antes da explosão da crise.

¹⁶ M. Aglietta (2008): “as crises financeiras: quanto mais se modifica, mais é a mesma coisa”, *Revue d’économie financière*.

disseminado, encontrava-se fortemente reavaliado, as empresas não financeiras, com a desvalorização de suas capitalizações vêm toda uma série de taxas “passar ao vermelho”, e se confrontam com uma falta crescente de liquidez. Os bancos cessam os empréstimos entre eles mesmos e a fortiori freiam brutalmente seus empréstimos às empresas. O “*crédit crunch*” transforma a crise financeira em uma crise econômica. A crise torna-se sistêmica, ela afeta mesmo as empresas que tiveram uma gestão prudente, longe da manipulação antes lucrativa, dos produtos financeiros. Ela se propaga com força além das fronteiras, por canais forjados pela globalização financeira.

Não está em nosso propósito aqui retomar e discutir esta teorização da crise financeira¹⁷, mas de deduzir dela uma abordagem diferente da fragilidade das economias latino-americanas.

Todas as economias são afetadas pela crise, mesmo a China e a Índia. As bolsas latino-americanas conheceram quedas importantes e brutais e sua volatilidade aumentou fortemente e isso antes mesmo que as bolsas dos países desenvolvidos tivessem mergulhado, alguns analistas financeiros considerando que essas reversões importantes de tendência constituem um sinal precursor das dificuldades futuras para as bolsas dos países desenvolvidos. Desde junho de 2008 o índice Bovespa cai, passando de 74000 a menos de 30000 ao longo do mês de outubro. O Mexbol no México passa do índice 32000 a menos de 17000 no mesmo período. Enfim, o Merval na Argentina, após alcançar um pico de 2355 em novembro de 2007, mergulha e passa a 810 em outubro de 2008, e desde então, como as demais bolsas latino-americanas, conhece uma leve retomada e uma volatilidade elevada. Pouco tempo depois as taxas de câmbio conhecem evoluções similares¹⁸. Após anos de apreciação de suas moedas, o real brasileiro conhece uma depreciação face ao dólar desde agosto (com uma baixa para 1,55 reais por um dólar), que se acelera em outubro (com um pico de mais de 2,5 reais por um dólar), passando depois por uma volatilidade muito forte, a qual foi produzida em parte por intervenções conseqüentes do Banco Central. No México, a depreciação do peso face ao dólar aconteceu no início de agosto (caindo a menos de 9,85 por um dólar), se acelerou em outubro (pico a 14,30), para depois uma forte volatilidade (para o conjunto desses dados, fonte: BBSP). As reservas do Banco Central diminuem, sendo elas utilizadas para financiar a deterioração da situação externa (balança

¹⁷ Notemos assim mesmo que esta maneira de conceber a crise financeira difere profundamente da abordagem dos mercados eficientes e da (não) transparência da origem da crise, tal como define a corrente neoclássica. Retomando A. Orléan (2008): “Au-delà de la transparence de l’information, contrôler la liquidité”, revista Esprit: “Para o paradigma da eficiência, a crise é antes de tudo questão de opacidade... Esta concepção é contestável. A transparência não é jamais suficiente para assegurar a estabilidade financeira, pois o mecanismo financeiro é por si mesmo produtor de instabilidades”.

¹⁸ Na Argentina, as evoluções são menos pronunciadas. O peso argentino foi mantido em um nível relativamente depreciado, diferentemente das outras moedas latino-americanas, e a depreciação foi mais fraca.

comercial negativa no México, balança de contas correntes tornando-se levemente negativa no Brasil, saída de capitais de títulos de investimentos diretos desses países para o estrangeiro), mas também para evitar a continuidade da depreciação das moedas nacionais face ao dólar.

A seqüência é então a seguinte: queda pronunciada das bolsas, precedendo as quedas das bolsas dos países desenvolvidos, depois, defasada depreciação forte das moedas face ao dólar, sobretudo quando a crise financeira explode. A originalidade da crise financeira vem ao mesmo tempo de seu caráter anunciador para os países desenvolvidos e de sua aceleração quando a crise explode. Estamos, portanto, longe dos esquemas previstos pela maior parte dos economistas.

Os indicadores de vulnerabilidade que expomos são pouco pertinentes para medir a fragilidade dessas economias quando explode uma crise sistêmica. Eles têm utilidade, sobretudo nos períodos de não crise internacional. Assim, é preciso que se desenvolva de maneira complementar novos indicadores de fragilidade. É sobre isso que iremos expor. Esses indicadores traduzem a fragilidade dos novos regimes de crescimento adotados com a ação – com mais ou menos intensidade segundo os países – e “recomendações” do Consenso de Washington nos anos noventa visando liberar os mercados. As novas fragilidades têm a ver, de um lado, com os efeitos combinados de uma apreciação das taxas de câmbio e de uma retração relativa do Estado em matéria de política industrial e, de outro, com as restrições decorrentes dos movimentos de liberalização das trocas comerciais e financeiras; enfim as muito fortes desigualdades de rendimentos. Para um dado nível de crise internacional e de relativamente bons indicadores de vulnerabilidade, quanto piores são os indicadores de fragilidade, mais fortes serão as repercussões da crise dos países desenvolvidos sobre as principais economias latino-americanas e mais será difícil colocar em prática políticas contra cíclicas eficazes.

Os indicadores de fragilidade se reportam às taxas de câmbio, à estrutura das exportações (conteúdo tecnológico, valor agregado) e à importância das desigualdades na distribuição dos rendimentos.

2.1. Os efeitos perniciosos de uma valorização da taxa de câmbio

A tendência à apreciação da taxa de câmbio fora dos períodos de crise torna mais difícil uma inserção auspiciosa das economias na economia mundial.

1. Com a aplicação das principais recomendações do Consenso de Washington, a economia torna-se fortemente e subitamente liberalizada nos anos noventa. As economias, fortemente fragilizadas por anos de hiperinflação e de redução às vezes massiva de seus fluxos de investimento nos anos oitenta, vão, desde então e ao mesmo tempo, sofrer destruição de partes de

seu aparelho produtivo, importação massiva de segmentos antes produzidos localmente, déficit considerável de sua balança comercial, uma modernização enfim em uma segunda etapa de certas franjas de seu tecido industrial. O serviço da dívida, não podendo ser efetuado a partir de um excedente da balança comercial, vai depender da entrada de capitais. Nos anos noventa, a taxa de juros vai se tornar assim a verdadeira “variável de controle” e o regime de crescimento instituído com a liberalização vai tender a funcionar como uma economia cassino (para retomar uma expressão de Keynes) na origem de uma grande volatilidade do PIB e de uma incapacidade de reduzir a pobreza. A taxa de câmbio conhece uma grande volatilidade. Fixa nominalmente, ela tende a se valorizar em termos reais e conhece profundas desvalorizações quando das crises financeiras.

Nos anos dois mil, a situação tende a se inverter, o crescimento é mais elevado e a volatilidade mais fraca (com exceção da Argentina no início do milênio). Os efeitos positivos da liberalização aparecem com a modernização do tecido industrial e a balança comercial torna-se positiva (com exceção do México). A taxa de câmbio, tornada flexível, tanto nominal quanto real, se valoriza novamente para o conjunto de países. Esta valorização é mais ou menos contida na Argentina e muito menos no México e no Brasil. Ela não é compensada por uma elevação das taxas de importação e das subvenções às exportações, como foi o caso no passado quando, graças à substituição das importações, o crescimento foi particularmente elevado e durável¹⁹.

2. Numerosos estudos mostram os efeitos negativos de uma apreciação da taxa de câmbio²⁰ sobre a rentabilidade do capital e o crescimento. A tese central é a seguinte: a apreciação da taxa de câmbio torna difíceis as exportações, exceto as de matérias-primas, e somente uma maior competitividade pode compensar essa desvantagem. Afora as matérias-primas, as exportações aumentam, mas o ritmo é moderado se comparado àquele das economias asiáticas. As importações, facilitadas por esta apreciação da moeda nacional e pela redução massiva dos direitos de importação, aumentam igualmente.

Duas constatações se destacam desse duplo processo: a primeira concerne ao valor agregado das exportações. Sem ir até o caso extremo do México e de suas indústrias de montagem, o valor agregado diminui em razão do aumento dos inputs e dos bens de equipamentos importados mais do que eram antes. Mais grave é a incapacidade de desenvolver

¹⁹ Como sublinha Bresser Pereira em seu livro (2009): *Mondialisation et compétition, pourquoi quelques pays émergents réussissent alors que d’autres non, La Découverte*. Assim sendo, a prática das subvenções e das taxas de importações mostrou igualmente seus limites em certos momentos, quando essa prática permitiu o nascimento de um desperdício de recursos e suscitou uma fraca eficácia. Em vez de colocar em ação uma “aposta sobre estruturas novas”, esta política pôde então se transformar em seu contrário e favorecer comportamentos rentistas.

²⁰ Ver por exemplo Ibarra (2008): *La paradoja del crecimiento lento de México*. Revista de la Cepal, nº. 95.

produtos de alta tecnologia. Ora, como observava Lall²¹, a impulsão das exportações de produtos de alta tecnologia é bem mais rápida que a média das exportações de produtos industriais: 7,3% nos países industriais contra 16,5% nos países em desenvolvimento entre 1980 e 2000. Nem todos os países em desenvolvimento conhecem essas evoluções, longe disso. Elas são concentradas em alguns países, quase que exclusivamente os asiáticos²². São as exportações desse tipo que permitem uma inserção sólida na economia mundial e diminuem a vulnerabilidade externa dos países que as podem desenvolver. Com efeito, as exportações com conteúdo tecnológico elevado se caracterizam por uma elasticidade da demanda em relação à renda elevada em um plano mundial e são suscetíveis de provocar importantes efeitos de estímulo sobre os ramos industriais (“backward effect linkage”). Como aponta a experiência das economias asiáticas, sua elevação não decorre do livre jogo de mercado, mas da intervenção indireta do Estado, tanto no plano da política industrial (política considerada de vigilância de nichos acompanhada de taxa de juros preferencial, subvenções temporais e seletivas etc.) como de seu acompanhamento no plano das infra-estruturas físicas (transporte, energia etc.) e das humanas (educação, saúde). Em tal caso, o crescimento é chamado de “vôo dos gansos selvagens”. De forma inversa, a dificuldade em favorecer a elevação das exportações com conteúdo tecnológico elevado caracteriza os modos de crescimento do tipo “canards sauvages” (NdT: “empresas pouco eficientes”). Os efeitos sobre o crescimento das exportações são então fracos, a relação entre o grau de abertura mais elevado e o forte crescimento não se verifica²³.

3. Se tomarmos o caso do Brasil, país cuja economia é a mais avançada em termos de tecnologia, a maior parte das exportações encontra-se ainda centrada em produtos com fraco, ou médio, grau tecnológico. A grande elevação das exportações brasileiras pós 2000 é devida principalmente a bens manufaturados que incorporam um nível tecnológico baixo ou “médio-baixo” e a bens não industriais (“agrobusiness”) com fraco valor agregado e com nível tecnológico fraco²⁴.

²¹ Lall, S. (2004), “Reinventing Industrial Strategy. The Role of Government Policy in Building Competitiveness”, G-24 Discussion Paper Series, United Nations, New York.

²² O México parece exportar produtos classificados como de alta tecnologia, mas se trata mais de uma ilusão estatística que de uma realidade: o valor agregado é extremamente fraco, os produtos são sobretudo montados. É para evitar esse gênero de ilusão que novos indicadores são construídos. Ver por exemplo S. Lall, J. Weiss e J. Zhang (2005): The Sophistication of Exports, a New Measure of Product Characteristic, no QEH, Working paper n.º 123, Li Cui (2007): “Is China changing its stripes? The shifting structure of China’s external trade and its implications”, FMI.

²³ Sobre essas questões ver Lall, 2004, op. cit., Palma, 2006, Palma, G. (2004), “Flying – geese na lame-ducks: regional powers and the different capabilities of Latin America and East Ásia to demand – adapt and supply-upgrade their export productive capacity », Oxford University, mimeo, Oxford, publicado em parte na Revista Tiers Monde (2006, n.º186): “Stratégies actives et stratégies passives d’exportation en Amérique latine et en Asie orientale” et P.Salama, 2006, Le défi des inégalités...op.cit.

²⁴ A estrutura das exportações em 2007 é a seguinte:

Estrutura das Exportações

País essencialmente urbano, a Argentina possui um tecido industrial relativamente complexo. Contrariamente ao que muitas vezes é afirmado, a economia argentina não é “*primarizada*”²⁵ e suas exportações industriais são conseqüentes. O saldo positivo de sua balança comercial não se explica apenas pelo vigor de suas exportações de produtos primários e de produtos manufaturados de origem agrícola, mesmo se esses contribuem fortemente. A estrutura e evolução de suas exportações testemunham isso. Em 1997, à véspera da grande crise (1998-2002) que conduziria ao abandono do plano de convertibilidade (fim de 2001) e, portanto, ao fim da paridade dólar-peso, as exportações de produtos manufaturados de origem industrial correspondiam a 31% do total das exportações, as de produtos primários, fora combustíveis, a 24% e as de produtos manufaturados de origem agrícola entre 34 e 35%, o restante representando combustíveis. Dez anos mais tarde, as exportações totais mais que dobraram em valor, passando de 26,4 bilhões de pesos em 1997 a 55,7 bilhões em 2007. A composição dessas exportações ficou relativamente estável: 31% para os produtos manufaturados de origem industrial, 22% para os produtos primários, fora combustíveis, e 34 a 35% para os produtos manufaturados de origem agrícola. Isso ocorreu apesar da forte alta do preço das matérias-primas de origem agrícola²⁶.

Se é portanto um pouco redutor caracterizar a Argentina de hoje como uma economia *primarizada*, não se pode esquecer que as exportações manufaturadas desse país não são compostas de produtos de alta tecnologia. A Argentina paga o preço de uma política de sobre apreciação da taxa de câmbio real durante o plano de convertibilidade ao longo dos anos noventa, que enfraqueceu um setor industrial já debilitado por anos de hiperinflação e pela política ultra liberal da ditadura. Após a muito forte desvalorização, no início dos anos 2000 e no fim do plano

Setor	Crescimento 2000-2007	Part %
Base	48,8	37,1
Semimanufaturados	27,0	13,7
Manufaturados	13,2	46,6
Outros	66,3	2,6

Fonte: Sinopse nº. 10, BNDES.

Os produtos de base tecnologia, exceto matérias-primas e produtos que utilizam muito recursos naturais e mão-de-obra, correspondiam a 3% do conjunto das exportações em 2007, os produtos de média tecnologia 18% (mesma percentagem em 1996), e os de alta tecnologia 12% (contra 10% em 1996. Fonte: UBCTAD e SEMEX (MDIC).

²⁵ Não existe uma definição científica da “*primarização*”. Pode-se considerar, no entanto que uma economia é *primarizada* se a parte de suas exportações de produtos primários nas exportações totais é predominante, e que ela está em curso de *primarização* se esta parte tende a aumentar de maneira significativa.

²⁶ De maneira geral, no período 2002-2007, observa-se que 40% da alta das exportações é devido a um efeito preço, cerca de 40% a um efeito quantidade e 20% à combinação desses dois efeitos. O efeito preço encontra-se, sobretudo concentrado nos produtos primários (+21%) e nos produtos manufaturados de origem agrícola (+24%). Esse percentual é menor nos produtos manufaturados de origem industrial (+3% de 2006 a 2007, por exemplo). Com base nessas estatísticas, pode-se então concluir que a parte em volume dos produtos manufaturados de origem industrial teria aumentado e aquela das outras exportações diminuído. Esta progressão relativa corresponde igualmente a um forte crescimento em termos absolutos, isso porque as exportações totais foram fortemente aumentadas, tal como já indicamos. (O conjunto desses dados vem de um estudo elaborado por J. Scharzer e sua equipe do DESOA da UBA a partir de estatísticas do INDEC).

de convertibilidade, a manutenção de uma taxa de câmbio relativamente depreciada não foi suficiente para modificar qualitativamente a estrutura das exportações industriais, sobretudo face à ausência de uma política industrial conseqüente.

O México alterou profundamente a estrutura de suas exportações em poucas décadas, mas se o peso dos produtos energéticos (petróleo) é fraco, a estrutura de suas exportações de produtos industriais se caracteriza por uma parte importante de produtos montados com baixo valor agregado. Ibarra (op. cit.) mostra, a partir de uma abordagem em termos de multiplicador da demanda, que a contribuição do crescimento do PIB se explica essencialmente pelas exportações potencializadas pelo multiplicador e muito pouco pelo investimento potencializado por esse mesmo multiplicador. Em outros termos, isso significa que o arranque das exportações não gerou um aumento da taxa de investimento, na ausência de uma política industrial, nem portanto um aumento da taxa de crescimento.

Uma taxa de câmbio depreciada estimula o crescimento e, se essa taxa é acompanhada de uma política industrial permite uma melhor inserção na economia mundial, ao contrário de uma taxa de câmbio apreciada e de uma retração do Estado na economia. A relação parece bijective e pode-se considerar que as fortes depreciações provocadas pela crise atual, bem como o retorno anunciado do Estado na economia, poderiam estimular o crescimento. Esse não é o caso. Os dois primeiros indicadores, um sobre a taxa de câmbio e outro sobre a estrutura das exportações e seu grau de integração, não são suficientemente bons para permitir uma melhor resistência à crise internacional.

Para esses três países, a depreciação da taxa de câmbio tem pouca chance de estimular o arranque das exportações manufatureiras, de modificar seu conteúdo aumentando seu valor agregado, e em consequência de provocar o crescimento, em razão da crise econômica que alcançou os países que comercializam com eles²⁷. O retorno do Estado na economia e a depreciação da taxa de câmbio limitarão os efeitos negativos da crise. Esses países encontram-se submetidos a uma “dupla pena”²⁸: eles sofrem com a crise internacional porque a economia é crescentemente globalizada e eles sofrem tanto mais por terem aceito, com exceção da Argentina

²⁷ Sobre esse ponto ver D.Azpiazu e M. Schorr in Página 12 de 10/12/2008: “Debate sobre o dólar alto”. Trata-se de um ponto importante que não poderemos desenvolver aqui. A relação taxa de câmbio – exportação (quantidade, qualidade) não é reversível. Uma taxa de câmbio apreciada limita o avanço das exportações e, sobretudo apresenta uma tendência a reduzir seus valores agregados. Como já vimos uma depreciação não provoca necessariamente o efeito inverso e na mesma altura, os resultados dependem da dinâmica da demanda mundial, mais fraca em período de crise internacional. Ela, entretanto permite que a taxa de crescimento das exportações baixe menos.

²⁸ Esta expressão é utilizada na França para designar a segunda sanção (expulsão do território), que sofrem os trabalhadores imigrados condenados a uma pena de prisão.

nos anos 2000, que sua taxa de câmbio se apreciasse e por terem, em graus diversos, o Brasil menos que os outros, cada vez menos atribuído interesse a uma política industrial.

2.2. Novas “regras do jogo” e seus efeitos sobre a distribuição dos rendimentos:

É possível remediar a falta de vitalidade da demanda internacional por um dinamismo maior do mercado interno? As muito fortes desigualdades de rendimentos, entre os mais elevados do mundo, a fraca redistribuição, se comparada àquela dos países desenvolvidos, e os efeitos da mundialização, tal como a que foi praticada, sobre a relação salário/lucro tornam difícil essa possibilidade, a menos que seja engajada uma verdadeira política redistributiva, sobretudo em favor das categorias mais vulneráveis às crises, a saber, os mais desprovidos.

1.As novas “regras do jogo” que regem a economia mundial são relativamente conhecidas. Com a liberalização comercial, a restrição de preço exerce efeito mais fortemente que no passado, quando era possível compensar uma insuficiente competitividade por um protecionismo e/ou por subvenções conseqüentes, ou ainda por manipulações da taxa de câmbio. Estas políticas são mais difíceis de ser postas em ação. O preço internacional sobre tal ou tal produto é o objetivo a ser alcançado, e mesmo ultrapassado. É isso que explica fundamentalmente a desaceleração da alta dos preços, a busca de bolsos de produtividade por meio de uma diminuição dos tempos mortos e uma reorganização do trabalho com maior flexibilidade, além de uma utilização de bens de equipamento de melhor desempenho, no mais das vezes importados. É isso que, em parte, explica o recuo dos salários em relação ao aumento da produtividade e a concorrência com países de baixos salários²⁹ utilizando tecnologias mais sofisticadas que no passado leva a reduzir a alta do custo unitário do trabalho, ao exercer pressões sobre a progressão dos salários.

Com a liberalização financeira, essas restrições sobre os custos do trabalho exercem seus efeitos mais fortemente. A “voracidade” das finanças favorece a busca de taxas de rentabilidade extremamente elevadas. Quando se analisa a repartição do valor agregado das empresas não financeiras, observa-se, em graus mais ou menos pronunciados, nos países desenvolvidos e nas economias latino-americanas, uma redução da parte dos salários e um aumento da parte dos lucros no último quarto de século. No interior dos lucros, os dividendos e os juros pagos ocupam uma parte crescente. O resultado é que muitas vezes, ainda que aumente a parte dos lucros,

²⁹ Dados recentes, elaborados pelo Bureau of Labor Statistics (maio de 2004), mostram que as diferenças de salário são importantes mesmo no México: o custo hora na indústria manufatureira é de 0,6 dólares na China, contra 21,37 nos Estados Unidos, 19,02 no Japão, 2,61 no México e 0,3 na Índia em 2002. É isso que explica que para produtos não ponderados assiste-se à transferência de usinas instaladas no México para a China ou Vietnam, o peso dos custos de transportes sendo mais que compensados pela diminuição dos custos unitários do trabalho, combinando salário e produtividade.

aquela reservada aos lucros que serão reinvestidos fica estável ou aumenta muito pouco, insuficientemente para produzir uma taxa de crescimento elevada e durável.

2.O aumento do crédito destinado às famílias pode suprir a insuficiência dos salários? Sabe-se que nos países desenvolvidos, e mais particularmente nos Estados Unidos, a tendência a estagnação econômica que teria resultado da insuficiência da demanda de bens de consumo, pela ausência de aumentos dos salários no ritmo da produtividade e da incapacidade em aumentar os mercados externos, foi contrabalançada pela alta muito forte do crédito e pelo desaparecimento da poupança familiar. A alta do crédito (“a todo preço” e graças à montagem de produtos financeiros cada vez mais sofisticados, que ao transferir riscos de “default” tornam esses produtos ainda mais lucrativos) permitiu que a rentabilidade do capital pudesse crescer e financiar a alta dos lucros financeiros e aumentar a taxa de investimento. Isso certamente favoreceu o crescimento por algum tempo, até que a crise dos *subprimes* se traduzisse em uma desconfiança generalizada em relação ao conjunto dos produtos sofisticados, e em um *crédit crunch*, responsável pela mutação da crise financeira em uma crise no setor real da economia.

Esse não é o caso na América Latina: o crédito às famílias é muito fraco, sobretudo quando se compara àquele prevalente nos países desenvolvidos e nas economias asiáticas e àquele concedido às empresas³⁰; mesma coisa quanto ao financiamento a partir de bônus emitidos no mercado financeiro³¹. A partir de um nível pouco elevado, o crédito aumentou fortemente no Brasil esses últimos anos e, levando em consideração a desaceleração recente, ele alcançou 40% do PIB em novembro de 2008 (fonte: Bradesco), mas ainda é fraco. O custo do crédito é em geral elevado, principalmente no Brasil. Ele serve, sobretudo para financiar no curto prazo a demanda das famílias e o capital circulante das empresas. O financiamento do investimento, fora o autofinanciamento, é feito pelos bancos do Estado (BNDES no Brasil) a uma taxa mais ou menos reduzida em relação àquela oferecida pelos bancos. Esta via abre a possibilidade de colocar em ação uma política industrial, quando o banco de Estado é importante como é o caso no Brasil.

³⁰ Enquanto que as empresas dos países desenvolvidos financiam seus ativos em 70% por autofinanciamento, 20% por endividamento e 10% por emissão de ação, na América Latina dos anos noventa esses números são 80% por **autofinanciamento** e 20% para as demais formas. Para uma análise detalhada feita no que concerne o conjunto dos créditos (tanto para o capital fixo, isto é o investimento, quanto para o capital circulante) **feitos pelos bancos às empresas privadas** veja Peltier (2005), onde são sublinhadas as diferenças entre as economias asiáticas e latino-americanas: em média créditos ao setor privado em porcentagem do PIB são estimados em 72% em 2004 na Ásia (considerando China e Índia) e em 30% na América Latina na mesma data.

³¹ A razão entre títulos das empresas não financeiras captados no mercado financeiro e o PIB em 2005 era de 42,2% na Malásia, 27,4% na Coreia, 11,4% no Chile, 3,3% no México e 2,6% no Brasil (fonte Época Negócios). Esta fraqueza das taxas latino-americanas se explica principalmente pela preferência dos bancos pelo financiamento da dívida pública, mais lucrativo e menos arriscado. Na Argentina, no Brasil e no México mais da metade do conjunto dos empréstimos bancários é destinada ao setor público entre 2001 e 2003 (10% na China, Malásia, Tailândia, 1,5% no Chile, mas de 26% na Colômbia), fonte: The McKinsey Quarterly (julho de 2007): “Desarrollo del potencial de los sistemas financieros de América Latina”.

Para as grandes empresas, pode-se dispor do acesso aos financiamentos nos mercados financeiros estrangeiros. A profundidade do sistema financeiro latino-americano (Argentina, Brasil, Bolívia, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Panamá, Peru, Uruguai e Venezuela) é da ordem de 133% do PIB, ela é de 405% nos Estados Unidos e de 208% nas economias asiáticas emergentes (Coréia do Sul, Filipinas, Indonésia, Malásia e Tailândia). O que particulariza os mercados financeiros latino-americanos é sua composição: os títulos da dívida pública representam 42% do PIB, ou seja, um terço do conjunto dos produtos financeiros, as ações representam 46%, os títulos da dívida privada 13%, ficando o restante representado pelos depósitos bancários (fonte: Mc Kinsey, op. cit.).

A alta recente da razão entre o crédito e o PIB compensou em parte o recuo da alta dos salários em relação à produtividade. Mas, sendo fraca a razão crédito-PIB, seus efeitos foram limitados. A demanda doméstica por inúmeros produtos é relativamente insuficiente, em razão das desigualdades particularmente elevadas³² e de uma incapacidade em desenvolver exportações de produtos industriais em um ritmo suficientemente elevado. É isso que explica em parte a fraca taxa de investimento³³ e a dificuldade em obter uma alta durável do crescimento em um nível comparável àquele dos países asiáticos. O crescimento, mais importante, se choca então com capacidades ociosas de produção, uma insuficiência de infra-estruturas energéticas e de transporte, resultados dos fracos investimentos efetuados no passado.

3. Poder-se-ia pensar que o aspecto positivo da fraqueza relativa dos créditos e dos títulos emitidos, seria uma menor permeabilidade à crise financeira internacional. De fato, isso é esquecer dois pontos importantes. O primeiro é o acesso das grandes empresas aos mercados

³² Lembremos que os coeficientes de Gini são muito elevados na América Latina, como se pode ver na Tabela abaixo. Além das desigualdades, é preciso levar em conta a dimensão absoluta das demandas para analisar a rentabilidade dos capitais, um país como o Brasil, fortemente povoado, tem mais vantagem, em possibilidade, de captar economias de escala que um país como a Argentina, menos povoado, embora seja menos que a China, mais povoado e tornado profundamente desigual em poucos anos.

Desigualdades na distribuição dos rendimentos

País	1990-1995	2000-2005	Varição em %
México	0,527	0,510	-3
Argentina	0,444	0,501	11
Brasil	0,604	0,564	-7
China	0,300	0,469	36

Fonte: World Income Inequalities, Data base/UN-Wider.

³³ A taxa de formação bruta de capital fixo ainda é fraca como se pode ver abaixo:

Taxa de formação bruta de capital fixo

País	1985-1994	1995-2005
México	21,7	22,5
Argentina	17,3	17,0
Brasil	21,2	17,1
China	38,7	38,8

Fonte: World Development Indicators, 2007.

financeiros internacionais e aos produtos sofisticados, que aí são desenvolvidos. Para se cobrirem, as empresas fazem, por exemplo, operações de *swap*, quando não fazem compra e venda de produtos derivados. À véspera da explosão da crise de câmbio no Brasil, e na linha da apreciação do real face ao dólar, as empresas, tais como Sadia, Aracruz e Votorantim, tinham apostado em 1,70 reais por um dólar, ora o dólar ultrapassou 2,30 ou mesmo 2,5. Elas perderam somas consideráveis, respectivamente: 750 milhões de reais, 1,95 bilhões de reais e 2,02 bilhões. O segundo ponto, mais importante, concerne a relação estoque-fluxo. O estoque dos títulos estrangeiros não se limita aos créditos, mas aos investimentos passados, tanto diretos quando os de portfólio (ações, bônus públicos e privados). Nesse contexto de ressecamento da liquidez provocado pela crise, as empresas multinacionais vão privilegiar a venda de certos ativos nos mercados financeiros emergentes, o repatriamento de seus lucros, em lugar do re-investimento, e/ou a compra de ações e bônus a fim de fornecer a suas sociedades mães a liquidez que lhes faltam. O estoque de ativos se transforma em parte em fluxo de capitais. Entre janeiro e outubro de 2008, as saídas de capitais do setor privado não financeiro na Argentina teria sido de 7.786 bilhões de dólares (fonte: Indec) e, segundo La Nacion de 19/12/2008, ao se levar em conta os efeitos da falência de Lehman Brothers e as reações provocadas pela nacionalização do sistema de capitalização das aposentadorias, ainda não contabilizadas pelo Indec, é preciso acrescentar a esse número, 5 bilhões de dólares em outubro. Para o conjunto do ano, a avaliação prevista pelos analistas financeiros argentinos é que saídas de capital se elevariam a 20 bilhões na Argentina, o que, ainda que provavelmente exagerado, dá uma idéia da amplitude das fugas de capitais e das consequências sobre o crescimento em 2009 na Argentina. Segundo o Banco Central do Brasil, os investidores retiraram 6,05 bilhões de dólares da bolsa em outubro de 2007, ao quais convém acrescentar a retração de 1,7 bilhões de dólares em títulos de renda fixa. A amplitude dessas retiradas diminuiu em novembro, mas não se pode deduzir daí um retorno a uma situação saneada³⁴. Trata-se de somas consideráveis, elas explicam, ao mesmo tempo, a queda da capitalização da bolsa, a forte depreciação das moedas face ao dólar que indicamos para os três países analisados, o desenvolvimento do “*crédit crunch*”.

³⁴ É difícil de ler nos balanços de pagamento com precisão o que é os movimentos de capitais no ano em curso, a fortiori nos últimos meses principalmente para tudo o que concerne a não renovação de bônus vencidos e os movimentos decorrentes de produtos derivados, que se encontram às vezes na linha “erros e omissões” que inflam subitamente. Muitas vezes os números são dados de forma líquida, mas seria mais interessante tê-los de forma bruta; por outro lado, a evolução das reservas do Banco Central não é suficiente se o balanço de contas correntes é deficitário. Além disso, a volatilidade da taxa de câmbio não traduz necessariamente aquela dos movimentos de capitais, em razão da intervenção do Banco Central para defender a taxa de câmbio de sua moeda. Esta intervenção pode ser forte em certos momentos, moderada em outros, sem que isso tenha uma relação constante com a volatilidade da bolsa.

As desigualdades de rendimentos são fortes. A dinamização de uma demanda sem vitalidade através do crédito, limitada ontem, também não é possível hoje dado o ressecamento da liquidez. A eficácia da política redistributiva, tal como é aplicada na América Latina, é relativa. Em trabalho recente a OCDE constata que os coeficientes de Gine antes e depois das transferências sociais e impostos ficam muito próximas uma da outra, diferentemente do que se observa nos países europeus³⁵: a diferença entre os coeficientes de Gini (antes e depois das transferências e impostos) é de 2 pontos na América Latina contra 15 pontos na Europa. O conjunto desses fatores explica que sem política redistributiva conseqüente, que diminua sensivelmente as desigualdades, torna-se difícil imaginar que a perda de dinamismo dos mercados externos possa ser compensada por um crescimento do dinamismo de seus mercados internos.

CONCLUSÃO: Se é exato que todas as economias, quer sejam desenvolvidas ou emergentes, conheceram fortes quedas das cotações das ações em seus mercados financeiros respectivos e uma depreciação mais ou menos elevada de sua moeda face ao dólar, seria errôneo concluir que o conjunto dessas economias tenha que fazer face a uma crise sistêmica da mesma maneira. Bons indicadores de vulnerabilidade não permitem prognosticar um descolamento da conjuntura de um país em relação aos demais países em crise, quando eles são alcançados por uma crise sistêmica. Os efeitos de um contágio serão tão mais elevados quanto mais as economias sejam frágeis. Nesse sentido a crise internacional é um revelador das diferentes capacidades de resistência desses países. É por isso que a construção de indicadores de fragilidade é necessária.

A crise não é unicamente atribuível aos fatores externos, em um ambiente econômico não controlável por esses países, como buscam fazer pensar os diferentes governos. Os efeitos da crise internacional sobre as economias latino-americanas são ressentidos tanto mais duramente quanto mais frágeis sejam elas, e essa fragilidade é o resultado das políticas econômicas conduzidas por diferentes governos no passado recente. Dessa forma, os diferentes governos têm uma responsabilidade, variável segundo o caso. Os indicadores de fragilidade fundados nas especificidades dos regimes de crescimento e as particularidades de suas inserções na economia

³⁵ A diferença entre os coeficientes de Gine (antes e depois das transferências e impostos) é de 2 pontos na América Latina contra 15 pontos na Europa. Essa diferença é, por exemplo, de 1,5 pontos na Argentina. Os dados são de 2005. Ver Latin American Economic Outlook, OECD, 2007. Paris, p.31 d 53. É isso que explica que, contrariamente a uma idéia difundida, a redução relativa das desigualdades que se pode observar, por exemplo, no Brasil nos anos 2000 seja devida muito mais aos mecanismos do de trabalho e ao aumento do salário mínimo que a uma política redistributiva do tipo bolsa família.

mundial revelam as capacidades de resistência fracas (ou fortes) dessas economias à crise mundial.

A capacidade de resistência dessas economias à crise internacional será reforçada se a intervenção do Estado é ou vier a ser conseqüente. Uma verdadeira ruptura com o passado deve, portanto acontecer para limitar os efeitos negativos do contágio, tanto ao nível da política monetária (a fim de aumentar a liquidez e limitar o *crédito crunch*) quanto no nível de uma política industrial e de uma política redistributiva de rendimentos, visando diminuir as desigualdades. Na Argentina e no Brasil, com a ação dos “megaplanos”, essa ruptura parece se desenhar com mais ou menos coerência. Essa nova política pode reduzir mais ou menos o impacto da crise internacional, que ela não pode, entretanto evitar. Seria um erro deixar crer o contrário. As economias latino-americanas sairão modificadas da crise: o regime de crescimento será diferente, as relações com as economias desenvolvidas serão igualmente diferentes, as desigualdades regionais também serão modificadas.

Uma política voluntarista pode ser a ocasião de mudar as regras do jogo e de favorecer a introdução de regimes de crescimento menos excludentes, reforçando assim a coesão social. Essa política é difícil de ser posta em prática por uma série de razões³⁶: ela não pode ser a reprodução idêntica das políticas intervencionistas passadas, o tecido industrial tendo sido profundamente mudado; ela deve assegurar uma redistribuição mais ampla e mais eficaz, em um contexto de conflitos distributivos agudos e de restrições externas elevadas; ela deve conciliar política monetária e política orçamentária, mas as experiências passadas mostram quanto isso é difícil, após anos de hegemonia das políticas liberais; enfim, ela não deve se limitar às políticas reativas pouco refletidas, mas é difícil imaginar e colocar em prática políticas industriais coerentes, quando o essencial dos trabalhos acadêmicos privilegia os paradigmas da corrente liberal em economia. Certo, ela é difícil de ser posta em ação, entretanto ela é hoje mais que necessária. Nesse sentido, pode-se dizer que a crise constitui uma oportunidade: se ela for controlada, ela pode permitir ultrapassar as fraquezas desses países e, com um menor custo social, conduzir a um reforço de suas economias, mas se ela não for controlada e se, portanto, o mercado desenvolver seus efeitos livremente, então o risco é grande de que elas saiam mais fracas dessa crise.

³⁶ Ver sobre esta questão o muito interessante artigo de F. Erber (2008): “As convenções de desenvolvimento no Brasil: um ensaio de economia política”, apresentado no seminário da Fundação Getúlio Vargas, mimeo.

