

# Argentina, Brasil e México diante da crise internacional<sup>1</sup>

*PIERRE SALAMA*

**Q**UANDO A CRISE dos créditos hipotecários estourou e a recessão começou a se desenhar nas economias desenvolvidas, vários economistas consideravam que as economias emergentes seriam pouco ou nada afetadas. A melhoria da maior parte dos indicadores de vulnerabilidade, assim como o bom nível dos fundamentos (excedentes da balança comercial, retomada do crescimento e a manutenção de uma taxa de inflação em nível pouco elevado, diminuição mais ou menos pronunciada da pobreza) deveriam preservar as economias latino-americanas dos efeitos nocivos de um possível contágio. Certos economistas consideravam que as economias emergentes de modo geral, a China e a Índia mais particularmente, poderiam se constituir numa “sorte” para as economias desenvolvidas e “ajudá-las” a sair de sua crise. Tal era, por exemplo, a posição defendida por economistas da Goldman Sachs: a China, a Índia, “motores” do crescimento mundial, ofereceriam saídas suficientes para compensar os efeitos negativos da crise financeira sobre a rentabilidade das empresas dos países desenvolvidos.

Assim, as economias emergentes, sejam as mais “sólidas” do que ontem – logo, menos vulneráveis –, sejam as “motores” de crescimento, não só não deveriam sofrer, ou sofrer pouco, com a crise financeira, como iam poder “ajudar” os países desenvolvidos a superar os efeitos negativos de sua crise financeira nas suas taxas de crescimento. Outros economistas, bem raros, na verdade, atenuavam essas afirmativas: nem todos os países estavam exatamente na mesma situação, e para se restringir à América Latina, alguns eram mais vulneráveis do que outros; e para os mais prudentes, a extensão da crise financeira que estava por vir constituía uma variável importante a ser levada em conta, uma crise financeira em crescimento lento mas contínuo, como a que atingia as bolsas ocidentais até a falência do Lehman Brothers (setembro de 2008), podia deixar de provocar efeitos de contágio, enquanto uma crise aberta, imaginada por poucos economistas, podia ter um “efeito tsunami” e, transformando-se em crise sistêmica, afetar economias aparentemente “sadias”.

Desde então, revelando a arrogância das Finanças e de seus teóricos (Bourguinat & Briys, 2009), para os quais se podia indefinidamente “produzir dinheiro a partir do dinheiro” a taxas elevadíssimas, a história impôs a decisão. Larvar, a crise financeira estourou e gerou uma crise econômica, as duas crises interpenetrando-se uma na outra, inscrevendo-se num círculo que se tornou “vicioso”.

Busca de liquidez, “*credit crunch*” precipitam a crise; em sentido contrário, as intervenções maciças dos bancos centrais e, em seguida, as dos Estados tentam quebrar o círculo vicioso de um endividamento insustentável com a baixa drástica das capitalizações das empresas.

A desaceleração da atividade econômica agora é um fato, admitido até mesmo pelas autoridades governamentais. O crescimento deveria ser, no melhor dos casos, correspondente a cerca da metade do de 2008 nas três economias analisadas. Deveria ser mais fraco se, de um lado, a crise econômica nos países desenvolvidos se acentuasse e a necessidade de liquidez aumentasse, e se, de outro lado, as medidas governamentais tomadas para facilitar o acesso ao crédito se mostrassem insuficientes.

Apresentaremos sucessivamente “por que a crise não devia ter acontecido” e, depois, “por que aconteceu”. Não devia ter acontecido, pois o conjunto de indicadores de vulnerabilidades melhorara na maior parte das economias latino-americanas. Aconteceu e, com o passar dos dias, anuncia-se cada vez mais severa. É a prova de que esses indicadores não bastam para estabelecer prognósticos confiáveis. É necessário associá-los a indicadores de fragilidade. Para um dado nível de intensidade de crise nos países desenvolvidos, a fragilidade das principais economias latino-americanas depende de sua política de taxa de câmbio passada (quanto mais deixaram-na se apreciar, mais se tornam frágeis ante a adversidade), de sua inserção na economia mundial (quanto menos se apoia em produtos de alta e média tecnologia, mais suas capacidades de resistência são fracas); enfim, desigualdades de renda (quanto mais forem bipolares, mais difícil será substituir mercados externos em crise por um dinamismo do mercado interno). Quanto melhores forem esses indicadores, mais fácil será resistir à crise, e vice-versa. Como a crise nos países desenvolvidos adquiriu um caráter sistêmico e os indicadores de fragilidade não são muito bons, suas repercussões serão consideráveis nessas economias emergentes, apesar de os indicadores de vulnerabilidade melhorarem. As medidas contracíclicas tomadas pelos governos, por mais necessárias que sejam, então só poderão atenuar os efeitos de contágio e limitar seus custos sociais em relação às categorias mais vulneráveis às crises, ou seja, os pobres.

### **Por que a crise não devia ter acontecido...**

#### ***Um novo contexto: a globalização***

Quando se fala de globalização, em geral cometem-se dois erros. O primeiro consiste em confundir a globalização comercial com a globalização financeira. Ambas são distintas. A primeira está, na maioria das vezes, bem menos avançada que a segunda. O segundo erro é esquecer que se trata de processo.

O que chamamos de globalização é fruto de um longo processo de abertura que afetou o conjunto das economias do planeta.<sup>2</sup> A internacionalização crescente das atividades traduziu-se por uma expansão generalizada dos intercâmbios, mais ou menos intensa e regular entre os países. Essa tendência refor-

çou-se dos anos 1980 para cá. Assim, por exemplo, a porcentagem das exportações e importações globais em relação com PIB mundial, que era de 27% em 1986, passou para 36% em 1996, e depois a 50% em 2006 (fontes: BIS e FMI). A globalização comercial não é, pois, a livre-troca tão cara aos economistas liberais. Ela se situa entre a abertura total das trocas comerciais e a autarquia. Ela não indica o fim do processo que seria essa abertura total,<sup>3</sup> ela é um momento de um processo. Isso posto, o que caracteriza a globalização de alguns decênios para cá é seu avanço rápido, já que o ritmo dos intercâmbios é aproximadamente da ordem do dobro do ritmo do PIB dos últimos 25 anos.

Apesar de uma alta substancial do grau de abertura do Brasil entre 1990 (11,7%) e 2004 (26,9%), seu peso no comércio internacional permanece num nível marginal e relativamente estável entre 1975 (1,1%) e 2005 (1,1%).<sup>4</sup> Ele cresce em seguida graças, sobretudo, à alta expressiva da cotação das matérias-primas até meados de 2008. O crescimento das exportações da China é muito mais rápido que a média mundial. Sua parte no comércio internacional, mais ou menos equivalente à do Brasil em 1975 (0,9%), eleva-se fortemente: 1,9% em 1990; 3,9% em 2000; chegando a 7,4% em 2005 (carta Iedi, 2006). A globalização comercial é, pois, mais rápida no Brasil. O país abriu-se à economia mundial ao ritmo médio observado no conjunto dos países, menos da China. Tal foi o caso para a maioria dos países, todavia com uma exceção notável: o México, onde as exportações cresceram mais rápido do que na média dos países latino-americanos, graças ao florescimento das indústrias de montagem.<sup>5</sup>

A globalização não é apenas comercial, é também financeira. O crescimento da globalização financeira é mais elevado. Se nos limitarmos aos intercâmbios financeiros e os relacionarmos aos intercâmbios comerciais, observaremos que os fluxos de capitais se tornam em média cada vez mais significativos que os fluxos comerciais. Em 1986, o estoque de títulos emitidos não representava mais do que 23% do valor dos fluxos comerciais, mas a partir de 2002 esse estoque atingiu e depois ultrapassou dois terços do valor dos intercâmbios comerciais, atingindo 71% no final do período. No caso do Brasil, se o comparamos com a evolução mundial, esse processo foi ainda mais rápido. Paralelamente à abertura dos intercâmbios comerciais internacionais, assistimos à subida dos valores dos títulos de caráter exclusivamente financeiro, especialmente a partir de 1994, ano em que o governo lançou o Plano Real e fechou um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) para a renegociação da dívida externa do país. Assim, essa mesma taxa passou de uma média de 8% antes de 1994 para uma média anual de 60% no período seguinte, em parte em razão do aumento do preço desses ativos. Em outras palavras, uma globalização comercial mais acentuada acompanhou-se de uma globalização financeira ainda mais dinâmica (fontes: BIS e FMI).

A globalização financeira é mais volátil do que a globalização comercial, sobretudo no que diz respeito aos investimentos em carteira, e dentro deles,

mais especificamente, os bônus e títulos de curto prazo, privados ou públicos. Alguns países tentam frear essa volatilidade e, ao fazê-lo, os efeitos desestabilizadores, impondo as fugas de capitais em curto prazo, outros não o fazem. Certos países tornam mais difíceis as fugas de capitais domésticos,<sup>6</sup> embora permitindo as dos capitais estrangeiros a fim de atraí-los, outros não.

É nesse contexto que é preciso situar os indicadores de vulnerabilidade e os fundamentos. Centraremos aqui nossa análise sobre o Brasil, que parece na verdade menos vulnerável que o México ou a Argentina. O primeiro concentra essencialmente seu comércio com os outros países da América do Norte e, por essa razão, torna-se particularmente mais sensível às suas respectivas conjunturas, ainda mais porque uma parte considerável de suas exportações se compõe de produtos resultantes de montagem. Em contrapartida, suas receitas orçamentárias são fortemente dependentes da cotação do petróleo que exporta. A queda das cotações no quarto trimestre 2008 as torna particularmente vulneráveis, limitando sua capacidade orçamentária para reativar a atividade econômica. Por fim, o México não conseguiu restabelecer um saldo positivo de sua balança comercial, apesar da alta da cotação do petróleo; e se conseguir limitar o déficit de sua balança de contas correntes será, em parte, em virtude do saldo positivo de sua balança turística e, essencialmente, graças às remessas dos trabalhadores mexicanos residentes nos Estados Unidos. Ora, a recessão nesse país diminui as rendas das famílias e afeta as despesas de turismo e de transferência dos mexicanos.

A Argentina tem um comércio mais diversificado, um ritmo de crescimento bastante considerável há alguns anos e um serviço da dívida externa rigoroso: reembolso maciço de bônus criados quando da gestão de sua dívida externa no lugar dos antigos créditos com a quase impossibilidade de financiá-los por meio de empréstimos externos. Esse serviço da dívida, que ficou mais difícil pelos volumosos vencimentos em 2009, só pôde então ser efetuado a partir das reservas acumuladas desde 2003, e do saldo positivo de sua balança comercial. Ora, este último está em via de redução rápida com a baixa da cotação das matérias-primas e a recessão mundial que torna difícil incrementar suas exportações de produtos industriais.<sup>7</sup> Ao contrário, poder-se-ia acrescentar que a fraca inserção financeira da Argentina deveria protegê-la da especulação internacional. Na realidade, a situação é mais complexa. Herdeira de um liberalismo pertinaz nos governos Menem e De la Rúa, a internacionalização de sua economia é importante, sobretudo no que tange aos investimentos estrangeiros diretos. Ao contrário do que se poderia pensar, ela aumentou,<sup>8</sup> apesar dos conflitos com as transnacionais por ocasião do lançamento do Plano de convertibilidade que dela resultaram.

### *Uma melhoria nos indicadores de vulnerabilidade*

Vamos neste ponto focar nossa análise sobre o Brasil. Os indicadores de vulnerabilidade externa levam em conta diferentes linhas da balança de pagamentos. Três indicadores são em geral privilegiados: o primeiro é um indicador de fluxo que busca medir as necessidades de financiamento externo; o segundo

compara reservas e fluxos; e o terceiro estabelece uma relação entre o passivo externo, seus componentes e o PIB.<sup>9</sup>

O primeiro indicador considera as necessidades de financiamento externo relacionadas ao PIB. São levados em conta o saldo da balança das contas correntes e a amortização da dívida externa ao numerador e o PIB ao denominador. No caso do Brasil, por exemplo, era no período 1998-2002 em média de 9% do PIB. Passa a 3,7% do PIB em média no período 2006-2007.<sup>10</sup> *Há, portanto, uma nítida melhora segundo esse indicador.* Ela se explica fundamentalmente pelo aparecimento de um saldo positivo da balança comercial após anos de déficit, uma diminuição do pagamento líquido dos juros da dívida externa, o aumento dos dividendos pagos.<sup>11</sup> De 2004 a 2007, o saldo da balança das contas correntes é positivo, e as necessidades de financiamento externo se explicam pela amortização da dívida em vias de diminuição. Somente em 2008 é que esse saldo voltará a ser negativo e se soma às amortizações em clara diminuição.

O segundo indicador compara as reservas com o PIB, depois com as importações, em seguida com a dívida externa bruta e, por fim, com o serviço dessa dívida. O valor das reservas em relação ao PIB é de 5,28% em 1998 e atinge 13,73% em 2007. O valor das reservas sobre as importações passa de 0,70 a 1,50 entre as mesmas datas. As reservas sobre a dívida bruta (excluídos os empréstimos intercompanhias) passa de 0,20 para 0,93 entre as mesmas datas. Enfim, o valor das reservas em relação ao serviço da dívida conhece uma evolução semelhante, passando de 0,99 para 3,50 entre as mesmas datas. Ele atinge em 5 de junho de 2008. E se considerarmos a taxa reservas sobre dívida em curto prazo, ela sofre uma deterioração entre 1995, quando se situa em 123,4, e 2000, quando atinge 60,4, estabiliza-se em seguida até 2002 (64,6), tem uma forte melhora em seguida, já que se eleva a 289 em 2007, e graças à forte alta da cotação das matérias primas atinge 326 em junho 2008. Todos os componentes desse indicador mostram *uma nítida melhora da vulnerabilidade externa.*

O terceiro indicador relaciona o passivo externo e o PIB. O passivo externo é composto pelos investimentos diretos, investimentos em carteira, da dívida externa bruta – sem os empréstimos intercompanhias – e outros passivos. Medido bruto e comparado com o PIB, passa de 67,2% para 71,5% entre 2001 e 2007, aparentemente uma ligeira deterioração. Essa, no entanto, não se confirma quando esse indicador leva em consideração o passivo externo líquido e inclui os investimentos realizados por brasileiros residentes no exterior. O valor desse indicador é 47,9% em 2001, em seguida regride sensivelmente (35,8% em 2006), mas volta a se elevar em 2007: 43,7%. *A melhora desse indicador de vulnerabilidade é menos acentuada do que a que se observa com outros indicadores.*

Assim como veremos, esse indicador (bruto e líquido), embora pouco pertinente, o é provavelmente mais do que os anteriores para medir a vulnerabilidade externa. A decomposição do indicador bruto compensa em parte a insuficiência do indicador tomado em sua totalidade. A parte de investimentos diretos

é de 32,8% do passivo externo bruto, e a da dívida externa bruta é de 56,4%. A dos investimentos em carteira, mais voláteis que os investimentos estrangeiros diretos, é de 9,9% em 2001, e a dos outros passivos é desprezível. Em 2007, a composição é diferente: os investimentos em carteira elevam-se a 38,8% em vez de 9,9% do total dos passivos; por sua vez, a dívida externa bruta diminui em termos relativos passando a 20,6% em vez de 56,4%, e os outros passivos elevam-se a 5,6%. A estrutura do passivo externo bruto revela uma vulnerabilidade mais elevada: tradução da decolagem das bolsas ditas emergentes, os componentes mais voláteis são maiores.

Nos últimos 25 anos, o PIB *per capita* cresceu pouco e vários economistas se perguntaram sobre as razões dessa tendência à estagnação.<sup>12</sup> Desde o início dos anos 2000, observa-se uma aceleração do crescimento, sensível na Argentina, modesta no México e no Brasil, como se pode ver na Tabela 1. Não nos cabe aqui analisar se se trata simplesmente de uma fase de crescimento mais sustentada numa tendência de fraco crescimento, ou se do início de uma tendência nova, que rompe com a anterior. Embora interessante, a discussão provavelmente já se tornou obsoleta: sendo a crise de natureza a provocar mutações importantes no futuro.

Tabela 1 – Taxa de crescimento da Argentina, do Brasil e do México

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

*Fonte:* Estudio economico de America Latina y el Caribe, Política macroeconómica y volatilidad, Cepal (2008), para 2008, estimativas FMI, Perspectivas de la economía mundial e 2009, estimativa 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 pelas instituições é importante, pois, à 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 em 2009; essa porcentagem desce para 3,83% em 1.8, para 3,70% em 12.9, para 3,41% em 17.10, para 3,3% em 21.11, e para 2,5% em 12.12, 2,29% em 19.12... No início de dezembro (18.12), a Cepal modifica igualmente suas previsões de crescimento: a Argentina deverá ter um crescimento limitado a 2,6% em 2009, o Brasil a 2,1% e o México a 0,5% (ou seja, um crescimento *per capita* negativo). Segundo outros institutos, a Argentina deverá ter um crescimento vizinho de 0 (de 1,5% a 3% segundo os dados oficiais, mas de 0 a 1% segundo a Fundação Mediterrâneo), o Brasil deverá crescer 0 segundo a Morgan Stanley...



Fora a Argentina,<sup>13</sup> esse crescimento efetuou-se com pouca elevação dos preços, de um maior controle do déficit orçamentário, e, com exceção do México, acompanhou-se de um saldo da balança comercial excedentária, de uma redução da dívida externa. Esses dados são conhecidos e estão disponíveis em todos os bancos de dados.

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

### **Por que a crise acontece**

Muito se escreveu sobre as origens e as causas da crise financeira nos países desenvolvidos. Não é esse o objeto deste artigo.<sup>14</sup> Ressaltemos, porém, três pontos que facilitaram o desenvolvimento das bolhas especulativas e seu estouro: a adoção de regras contáveis que valorizam os ativos a partir de seu preço de mercado (“*mark to market*”), a possibilidade para os bancos de vender de forma bastante lucrativa os riscos assumidos graças à criação e à emissão de produtos financeiros titularizados cada vez mais sofisticados e de retirá-los assim de seus balanços, e, por fim, das formas no mínimo “matreiras”, para retomar uma expressão de Bourguinat & Bryis, de avaliar esses riscos. Assim concebida, a engenharia financeira adquire uma lógica própria de euforia: “o crédito não se assenta mais nas perspectivas de rendas dos emprestadores mas sobre a antecipação do valor de sua riqueza”, nota Aglietta (2008). A taxa da dívida sobre a renda infla mesmo baixando em relação ao valor de mercado. Para retomar uma expressão de Mynski, chega-se rapidamente a um financiamento do tipo *Ponzi*, e a instabilidade aparece, impõe-se brutalmente. O sistema implode: a explosão da bolha leva a uma desvalorização brutal dos ativos, e o que ontem favorecia a bolha (a “*equity value*”, ou seja, a diferença positiva entre o valor de mercado e o crédito concedido) se transforma em seu contrário (o valor de mercado degrading e se situa daí em diante abaixo do valor dos créditos a serem reembolsados).

A reviravolta do ciclo provoca um estancamento brutal da liquidez: as empresas financeiras estão à procura de liquidez para financiar um risco que ontem, transferido e disseminado, torna-se fortemente reavaliado; as empresas não financeiras, com a desvalorização de sua capitalização, veem toda uma série de taxas “bater no vermelho” e deparam com uma falta crescente de liquidez. Os bancos param de emprestar entre si e *a fortiori* freiam bruscamente seus empréstimos às empresas. O “*credit crunch*” transforma a crise financeira em crise econômica. A crise se torna sistêmica, afeta até mesmo empresas que tiveram uma gestão prudente, longe da manipulação ontem lucrativa, dos produtos financeiros titularizados. Ela se propaga vigorosamente para além das fronteiras pelos canais forjados pela globalização financeira.

Não faz parte de nosso propósito aqui retomar e discutir essa teorização financeira,<sup>15</sup> mas deduzir dessa uma abordagem diferente da fragilidade das economias latino-americanas.

Todas as economias são afetadas pela crise, incluindo a China e a Índia. As bolsas latino-americanas tiveram quedas expressivas e brutais e sua volatilidade aumentou fortemente, e isso *antes mesmo de as bolsas dos países desenvolvidos de-gringolarem*, o que permitiu que alguns analistas financeiros considerassem que essas mudanças significativas de tendência constituíam um sinal precursor das dificuldades futuras para as bolsas dos países desenvolvidos. A partir de junho de 2008, o índice Bovespa cai, passando de 74.000 pontos a menos de 30.000 em meados de outubro; a Mexbol no México passa do índice de 32.000 a menos de 17.000 no mesmo período; e, por fim, o Merval na Argentina, depois de ter conhecido um pico em novembro de 2007 em 2.355, cai e entra num buraco situado em 810 em outubro 2008, e desde então, como as outras bolsas latino-americanas, tem uma ligeira recuperação uma volatilidade elevada. Pouco tempo depois, as taxas de câmbio passam por evoluções semelhantes.<sup>16</sup>

Depois de anos de apreciação de suas moedas, o real brasileiro sofre uma depreciação perante o dólar a partir do mês de agosto (com um valor mais baixo de 1 dólar = 1,55 reais), acelerando-se em outubro (com um pico de mais de 2,5 reais para 1 dólar), passando desde então por uma forte volatilidade em parte resultante das intervenções do Banco Central. No México, a depreciação do peso perante o dólar ocorre no início de agosto (limiar a menos de 9,85 para 1 dólar), dispara em outubro (pico em 14,30) e, desde então, uma forte volatilidade (para o conjunto desses dados: BBSP). As reservas do Banco Central diminuem, sendo utilizadas para financiar a deterioração da situação externa (balança comercial negativa no México, balança de contas correntes tornando-se ligeiramente negativa no Brasil, fuga de capitais de títulos de investimentos diretos desses países no exterior), mas também para evitar a depreciação contínua das moedas nacionais em relação ao dólar.

A sequência é, portanto: queda acentuada das bolsas, antecipando a das bolsas dos países desenvolvidos; em seguida, defasada, forte depreciação das moedas ante o dólar, sobretudo quando estoura a crise financeira. *A originalidade da crise financeira provém ao mesmo tempo de seu caráter anunciador para os países desenvolvidos e de sua aceleração após estourar*. Estamos, pois, longe dos esquemas previstos pela maior parte dos economistas.

Os indicadores de vulnerabilidade que expusemos são pouco pertinentes para medir a fragilidade dessas economias quando se desencadeia uma crise sistêmica. Eles têm sua utilidade, sobretudo em período de não crise internacional. *Assim, é preciso desenvolver de maneira complementar novos indicadores de fragilidade*. É o que vamos expor. Esses indicadores traduzem a fragilidade de novos regimes de crescimento adotados com a implantação – com maior ou menor intensidade conforme o país – das “recomendações” de Washington Consensus nos anos 1990 visando liberalizar os mercados. As novas fragilidades referem-se, por um lado, a efeitos combinados de uma apreciação das taxas de câmbio e de certa reserva do Estado em matéria de política industrial; por outro, as restrições



devidas aos movimentos de liberalização das trocas comerciais e financeiras; por fim, as fortíssimas desigualdades de renda. *Para um dado nível de crise internacional e de relativamente bons indicadores de vulnerabilidade, quanto piores forem os indicadores de fragilidade, mais fortes serão as repercussões da crise dos países desenvolvidos nas principais economias latino-americanas e mais difícil será aplicar políticas contracíclicas eficazes.*

Os indicadores de fragilidade apoiam-se nas taxas de câmbio, na estrutura das exportações (conteúdo tecnológico, valor agregado) e na importância das desigualdades na distribuição de renda.

### ***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 com bom desempenho das economias na economia mundial.

1) Com a aplicação das principais recomendações do Washington Consensus, a economia se liberalizou ampla e subitamente nos anos 1990. As economias, fortemente fragilizadas pelos anos de hiperinflação e de redução às vezes maciça de suas taxas de investimento nos anos 1980, vão, a partir daí, sofrer ao mesmo tempo uma destruição de setores inteiros de seu aparelho produtivo, uma importação maciça de segmentos outrora produzidos localmente, um déficit considerável de sua balança comercial, uma modernização enfim numa segunda etapa de certas franjas de seu tecido industrial. Como o serviço da dívida não pode ser efetuado a partir de um excedente da balança comercial, vai depender da entrada de capitais. Nos anos 1990, a taxa de juros vai se tornar assim a verdadeira “variável-chave”, 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 enorme volatilidade do PIB e de uma incapacidade de reduzir a pobreza. A taxa de câmbio passa por uma grande volatilidade. Fixada nominalmente, *ela tende a se valorizar em termos reais e sofre profundas desvalorizações quando das crises financeiras.*

Nos anos 2000, a situação tende a se inverter, o crescimento é mais elevado, e a volatilidade, baixa (com exceção da Argentina no início do milênio). Os efeitos positivos da liberalização aparecem com a modernização do tecido industrial e a balança comercial se torna positiva (com exceção do México). *A taxa de câmbio, que se tornou flexível, tanto nominal quanto real, se valoriza de novo no conjunto dos países.* Essa valorização é em grau variável contida na Argentina, ela o é muito menos no México e no Brasil. Ela não é compensada por uma alta das taxas de importações como se deu no passado, quando, graças à substituição das importações, o crescimento era particularmente elevado e sustentável.<sup>17</sup>

2) Vários estudos mostram os efeitos negativos de uma apreciação das taxas de câmbio<sup>18</sup> sobre a *rentabilidade* do capital e o *crescimento*. A tese central é a seguinte: a apreciação da taxa de câmbio torna mais difíceis as exportações, salvo as de matérias-primas, e só uma grande competitividade pode compensar

essa deficiência. Com exceção das matérias-primas, as exportações aumentam, mas seu ritmo é moderado quando o comparamos com o das economias asiáticas. As importações, facilitadas por essa apreciação da moeda nacional e pela redução maciça dos direitos alfandegários, também aumentam.

Destacam-se desse duplo processo duas constatações: a primeira refere-se ao valor agregado das exportações. Sem ir até o caso extremo do México e de suas indústrias de montagem, o valor agregado diminui em virtude do aumento dos insumos e dos bens de equipamento importados como nunca o foram antes. Mais grave é a incapacidade de desenvolver produtos de alta tecnologia. Ora, como o assinalou Lall (2004), o crescimento das exportações de produtos de alta e média tecnologia é bem mais rápido do que o da média das exportações de produtos industriais: 7,3% nos países industriais para 16,5% nos países em desenvolvimento entre 1980 e 2000. Nem todos os países em desenvolvimento passam por tais evoluções, longe disso. Elas se concentram em alguns países, quase exclusivamente asiáticos.<sup>19</sup> São exportações desse tipo que permitem uma inserção sólida na economia mundial e diminuem a vulnerabilidade externa dos países que podem desenvolvê-las.

Na realidade, exportações de conteúdo tecnológico elevado se caracterizam por uma elasticidade da demanda elevada, em relação à renda, no âmbito mundial, e são passíveis de ter efeitos multiplicadores significativos sobre outros ramos industriais. Como a experiência das economias asiáticas demonstra, sua expansão não provém do livre jogo do mercado, mas da intervenção direta do Estado tanto no âmbito da política industrial (política dita de proteção a nichos acompanhada de taxas de juros preferenciais, subvenções temporárias e seletivas etc.) quanto de seu acompanhamento no âmbito das infraestruturas físicas (transporte, energia etc.) e humanas (educação, saúde). Em tal caso, o crescimento é chamado de “voo de gansos selvagens”. Ao contrário, a dificuldade de favorecer o aumento das exportações de conteúdo tecnológico elevado caracteriza modos de crescimento do tipo “patos mancos”. Assim, os efeitos sobre o crescimento dessas exportações são fracos, a relação entre o grau de abertura mais elevado e forte crescimentos não se verifica.<sup>20</sup>

3) Se tomamos o caso do Brasil, país cuja economia tem melhor desempenho em termos de tecnologia, a maior parte das exportações continua centrada em produtos de fraco, quando não de médio, grau tecnológico. A grande expansão das exportações brasileiras desde o ano 2000 se deve especialmente a bens manufaturados que incorporam um nível tecnológico baixo ou “médio-baixo” e a bens não industriais (“o agronegócio”) de baixo valor agregado e de nível tecnológico em geral fraco.<sup>21</sup>

País essencialmente urbano, a Argentina possui um tecido industrial relativamente complexo. Contrariamente ao que muitas vezes se afirmou, a economia argentina não é “primarizada”<sup>22</sup> e suas exportações industriais são consequentes. 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 bastante. A estrutura e a evolução de suas exportações atestam isso. Em 1997, às vésperas do início da grande crise (1998-2002) que levaria ao abandono do plano de conversibilidade (final de 2001), logo ao fim da paridade dólar-peso, as exportações de produtos manufaturados de origem industrial correspondiam a 31% do total de suas exportações; as de produtos primários fora combustíveis a 24%; e as de produtos manufaturados de origem agrícola, entre 34% e 35%, o resto se compo de combustíveis. Dez anos mais tarde, as exportações totais ligeiramente mais do que dobraram em valor, passando de 26,4 bilhões de pesos em 1997 para 55,7 bilhões de pesos em 2007. Sua composição permanece relativamente estável: 31% de produtos manufaturados de origem industrial, 22% de produtos primários fora combustíveis, e 34% a 35% de produtos manufaturados de origem agrícola, e, isso, apesar da forte alta dos preços das matérias-primas de origem agrícola.<sup>23</sup>

Se é, portanto, um tanto redutor caracterizar a Argentina de hoje como uma economia primarizada, é verdade que as exportações manufatureiras desse país não se compõem de produtos de alta tecnologia. A Argentina paga o preço de uma política de supervalorização da taxa de câmbio real durante o plano de conversibilidade ao longo dos anos 1990, que enfraqueceu um setor industrial já afetado pelos anos de hiperinflação e política ultraliberal da ditadura. Depois da fortíssima desvalorização no início dos anos 2000 e o fim do plano de convertibilidade, a manutenção de uma taxa de câmbio relativamente depreciada não foi suficiente para modificar qualitativamente a estrutura das exportações industriais, e isso especialmente porque não se acompanhou de uma política industrial consequente.

O México alterou a estrutura de suas exportações em poucas décadas, mas, se o peso dos produtos de energia (petróleo) é fraco, a estrutura de suas exportações de produtos industriais se caracteriza por uma parte considerável de produtos montados de baixo valor agregado. Ibarra (2008) mostra, a partir de uma abordagem em termos de multiplicador da demanda, que a contribuição do crescimento do PIB se justifica essencialmente pelas exportações multiplicadas pelo multiplicador e bem pouco pelo investimento multiplicado por esse multiplicador. Em outras palavras, significa que o crescimento das exportações não gerou um aumento da taxa de investimento, por falta de política industrial, logo um aumento da taxa de crescimento.

Uma taxa de câmbio depreciada estimula o crescimento e, se for acompanhada de uma política industrial, permite melhor inserção na economia mundial, ao contrário de uma taxa de câmbio apreciada e de menor influência do Estado na economia. A relação *parece* objetiva e poderíamos considerar que as fortes depreciações provocadas pela crise atual, bem como a volta anunciada do Estado, na economia poderiam estimular o crescimento. Mas não é o caso. Os dois primeiros indicadores, um sobre a taxa de câmbio, o outro sobre a estrutura

das exportações e seu grau de integração, não são bons o suficiente para permitir melhor resistência à crise internacional.

Para esses três países, a depreciação da taxa de câmbio tem pouca chance de estimular o aumento das exportações de manufaturas, de mudar seu conteúdo mesmo aumentando seu valor agregado, e, ao fazer isso, o crescimento, em virtude da crise econômica que atinge outros países que fazem comércio com ela.<sup>24</sup> No entanto, a volta da intervenção do Estado na economia e a depreciação da taxa de câmbio limitarão os efeitos negativos da crise. Esses países estão submetidos a uma “*pena dupla*”:<sup>25</sup> sofrem a crise internacional porque a economia é cada vez mais globalizada; sofrem-na de forma ainda mais dramática por terem aceitado, com exceção da Argentina nos anos 2000, que sua taxa de câmbio se valorizasse e por terem, em graus variados, o Brasil menos do que os demais, demonstrado cada vez menos interesse por uma política industrial.

### *Novas “regras do jogo” e seus efeitos na distribuição de renda*

Seria possível compensar a atonia da demanda internacional por um dinamismo crescente do mercado interno? As fortíssimas desigualdades de renda, entre as mais elevadas do mundo, a fraca redistribuição se comparada à dos países desenvolvidos e os efeitos da globalização, tal como vem sendo praticada, na relação salário/lucro tornam difícil essa possibilidade, a menos que se adote uma verdadeira política redistributiva, especialmente em benefício das categorias mais vulneráveis às crises, ou seja, os pobres.

1) As novas “regras do jogo” que regem a economia mundial são relativamente conhecidas. Com a liberalização comercial, a restrição de preço tem influência maior do que no passado, quando era possível compensar uma insuficiente competitividade pelo incremento de protecionismo e/ou por subvenções consequentes, ou ainda por manipulações da taxa de câmbio. Essas políticas são mais difíceis de se implantar. O preço internacional sobre tal ou tal produto é o objetivo a ser atingido, quando não a ultrapassar. É o que explica fundamentalmente a desaceleração da alta dos preços, a procura por bolsões de produtividade mediante a diminuição de tempos mortos e uma reorganização do trabalho voltado para uma maior flexibilidade, a utilização de bens de equipamento de maior desempenho, em geral importados. É o que explica em parte o *recuo* dos salários em relação à produtividade, a concorrência com países de baixo salário<sup>26</sup> usando tecnologias sofisticadas que, no passado, levam a reduzir a alta do custo unitário do trabalho jogando com a progressão dos salários.

Com a liberalização financeira, essas restrições sobre os custos do trabalho pesam fortemente. A “voracidade” das finanças favorece a busca de taxas de rentabilidade extremamente elevadas. Quando analisamos a divisão do valor agregado das empresas não financeiras, observamos, em maior ou menor grau, nos países desenvolvidos e nas economias latino-americanas, uma baixa na parcela dos salários e um aumento na dos lucros de 25 anos para cá. Em relação à parcela referente aos lucros, os dividendos e juros pagos ocupam um lugar cada

vez maior. O resultado é que, muitas vezes, embora a parcela de lucros aumente, a reservada aos lucros que serão reinvestidos permanece estável ou então não apresenta aumento significativo, insuficiente para produzir uma taxa de crescimento elevada de forma sustentável.

2) O aumento do crédito destinado às famílias poderia compensar a insuficiência dos salários? Sabemos que nos países desenvolvidos, e mais particularmente nos Estados Unidos, a tendência à estagnação econômica que deveria resultar da insuficiência da demanda de bens de consumo, na falta de aumento de salários ao ritmo da produtividade e da incapacidade de aumentar os mercados externos, teve como obstáculo a forte alta do crédito e o desaparecimento da poupança doméstica. A alta do crédito (a “qualquer preço” e graças à montagem de produtos financeiros cada vez mais sofisticados consistindo em transferir risco de *default*, tornando-se eles mesmos muito lucrativos) permitiu que a rentabilidade do capital se elevasse, financiasse assim a alta dos lucros financeiros e aumentasse a taxa de investimento favorecendo, desse modo, o crescimento, por algum tempo, até que a crise dos *subprimes* se traduzisse por uma desconfiança generalizada em relação ao conjunto de produtos sofisticados e a um *credit crunch*, responsável pela mutação da crise financeira em crise no setor real da economia.

Não é esse o caso na América Latina: o crédito para pessoas físicas é baixo, sobretudo se o comparamos ao prevalente nos países desenvolvidos e nas economias asiáticas, o concedido às empresas igualmente;<sup>27</sup> o mesmo vale para o financiamento a partir de bônus emitidos no mercado financeiro.<sup>28</sup> A partir de um nível pouco elevado, o crédito cresceu enormemente no Brasil nos últimos anos e, considerando-se a desaceleração recente, atinge 40% do PIB em novembro 2008 (fonte: Bradesco), o que continua sendo baixo. O custo do crédito é em geral elevado, especialmente no Brasil. Serve, sobretudo, para financiar em curto prazo a demanda de pessoas físicas e o capital circulante das empresas. O financiamento do investimento, salvo o autofinanciamento, passa por bancos estatais (BNDES no Brasil) com taxa mais ou menos reduzida em relação ao oferecido pelos demais bancos. Essa via abre a possibilidade de aplicar uma política industrial quando o banco estatal é importante, como é o caso do Brasil. Para as grandes empresas, ele pode passar pelo 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, Venezuela) é em porcentagem do PIB equivalente a 133%, nos Estados Unidos é de 405%, nas economias emergentes asiáticas (Coreia do Sul, Filipinas, Indonésia, Malásia, Tailândia), de 208%. 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, 46%; os títulos da dívida privada, 13%; o resto representando os depósitos bancários.

A recente elevação da taxa de crédito sobre o PIB compensou em parte a desvinculação da alta dos salários em relação à produtividade. Porém, sendo baixa essa taxa, seus efeitos foram limitados. A demanda doméstica por vários produtos é relativamente insuficiente, em virtude de desigualdades particularmente elevadas<sup>29</sup> e de uma incapacidade de desenvolver exportações de produtos industriais a um ritmo suficientemente elevado. É o que explica, em parte, a fraca taxa de investimento<sup>30</sup> e a dificuldade para obter um aumento sustentável do crescimento num nível comparável ao dos países asiáticos. O crescimento, mais expressivo, tropeça então em capacidades de produção ociosas cada vez mais baixas, na insuficiência das infraestruturas de energia e de transporte, fruto das pequenas taxas de investimento efetuadas no passado.

3) Poder-se-ia pensar que o aspecto positivo da relativa diminuição dos créditos e títulos emitidos seria uma menor permeabilidade à crise financeira internacional. Na realidade, seria esquecer dois pontos importantes. O *primeiro* é o acesso das grandes empresas aos mercados financeiros internacionais e aos produtos sofisticados ali desenvolvidos. A fim de se cobrir, elas fazem, por exemplo, operações de *swap* quando não se trata de compra e venda de derivativos. Às vésperas do estouro da crise de câmbio no Brasil e na esteira da valorização do real em relação ao dólar, empresas como Sadia, Aracruz e Votorantim apostaram num dólar a 1,70 reais, quando esse acabou ultrapassando 2,30 reais ou ainda 2,50 reais. Elas perderam somas consideráveis, respectivamente: 750 milhões de reais, 1,95 bilhão de reais e 2,02 bilhões de reais. O *segundo ponto*, mais importante, refere-se à relação estoque-fluxo. O estoque dos empréstimos estrangeiros não se limita aos créditos, mas aos investimentos passados, tanto diretos quanto de carteira (ações, bônus públicos e privados). Nesse contexto de estancamento da liquidez provocado pela crise, as empresas multinacionais vão privilegiar a venda de certos ativos nos mercados financeiros ditos emergentes, o repatriamento de seus lucros, mais do que o reinvestimento e/ou a compra de ações e de bônus a fim de fornecer a suas matrizes a liquidez que lhes falta. *O estoque de ativos se transforma em parte em fluxo de capitais.*

Entre janeiro e outubro de 2008, a fuga de capitais do setor privado não financeiro na Argentina teria sido de 7,786 bilhões de dólares (fonte: Indec), e segundo o *La Nación* de 19.12.2008, se levamos em conta os efeitos da falência do Lehman Brothers e as reações provocadas pela nacionalização do sistema de capitalização das aposentadorias, ainda não contabilizadas pelo Indec, seria necessário acrescentar a esse número 5 bilhões de dólares em outubro. Para o ano inteiro, a avaliação prevista pelos analistas financeiros argentinos das fugas de capitais seria da ordem de 20 bilhões de dólares, o que, embora provavelmente exagerado, dá uma ideia da amplitude das fugas de capitais e das consequências futuras para o crescimento da Argentina em 2009. Segundo o Banco Central do Brasil, os investidores retiraram 6,05 bilhões de dólares da bolsa em outubro de 2007, aos quais convém acrescentar o saque de 1,7 bilhão de dólares de títulos



de renda fixa. A amplitude desses saques diminuiu em novembro, mas isso não significa um retorno a uma situação restabelecida.<sup>31</sup> São somas consideráveis que explicam ao mesmo tempo a queda da capitalização da bolsa, a forte depreciação das moedas em relação ao dólar que indicamos para os três países analisados, o desenvolvimento do “*crédit crunch*”.

As desigualdades de renda são grandes. A opção pelo crédito para dinamizar uma demanda pouco dinâmica, ontem limitada, não é mais possível com o estancamento da liquidez hoje. A eficácia da política redistributiva, tal como é aplicada na América Latina, é relativa. Num relatório recente, a OCDE constata que os coeficientes do Gini antes e depois de transferências sociais e impostos ficam muito próximos um do outro, diferentemente do que se observa nos países europeus:<sup>32</sup> a diferença entre os coeficientes (antes e depois de transferências e impostos) do Gini é de 2 pontos na América Latina, e de 10 pontos na Europa. O conjunto desses fatores mostra que sem política redistributiva consequente que diminua sensivelmente as desigualdades, é difícil imaginar que a perda de dinamismo dos mercados externos possa ser compensada por um incremento do dinamismo de seus mercados internos.

### Conclusão

Se é certo que todas as economias, sejam elas desenvolvidas ou emergentes, tiveram fortes quedas nas cotações de suas ações nos seus respectivos mercados financeiros e uma depreciação mais ou menos elevada de sua moeda em relação ao dólar, seria errado concluir que todas essas economias têm de enfrentar a crise sistêmica da mesma maneira. Muitas das economias emergentes tiveram um desenvolvimento de suas bolsas respectivas nos últimos anos bem mais expressivo que o das economias desenvolvidas. No entanto, a queda das bolsas foi maior nos países emergentes, incluindo a China, do que nos países desenvolvidos. Bons indicadores de vulnerabilidade não permitem prognosticar uma desvinculação da conjuntura de um país em relação aos demais que estejam em crise quando são atingidos por uma crise sistêmica. Os efeitos de contágio serão mais fortes quanto mais a crise sistêmica for longa e profunda. Os indicadores de fragilidade que repousam nas especificidades dos regimes de crescimento e as particularidades de sua inserção na economia mundial revelam a capacidade de resistência mais forte ou mais fraca dessas economias à crise mundial. Essa será reforçada se a intervenção do Estado *for ou se tornar* consequente. Uma *verdadeira ruptura* com o passado deve então ocorrer para limitar os efeitos negativos do contágio, tanto no âmbito da política monetária (a fim de aumentar a liquidez e limitar o *credit crunch*) quanto no âmbito de uma política industrial e de uma política redistributiva de rendas, visando diminuir as desigualdades. Na Argentina e no Brasil, com a implantação de “megaplanos”, ela parece desenhar-se com certa coerência. Essa nova política pode reduzir um pouco o impacto da crise internacional, no entanto não pode evitá-la. Seria um erro acreditar o contrário. As economias latino-americanas sairão transformadas

dessa crise: o regime de crescimento será diferente, as relações com as economias desenvolvidas igualmente, as desigualdades regionais modificadas.

Uma política voluntarista pode ser a oportunidade para mudar as regras do jogo e propiciar a adoção de regimes de crescimento menos excludentes, reforçando, assim, a coesão social. É difícil colocar tal política em prática por uma série de razões:<sup>33</sup> ela não pode ser a reprodução idêntica de políticas intervencionistas passadas, uma vez que o tecido industrial mudou profundamente; ela deve garantir uma redistribuição de renda mais ampla e mais eficaz, em um contexto de conflitos distributivos agudos e de elevadas restrições externas; ela deve conciliar política monetária e política orçamentária, mas as experiências passadas mostram o quanto isso é difícil depois de anos de hegemonia de políticas liberais; por fim, ela não deve se limitar a políticas reativas mal-refletidas, mas é difícil imaginar e adotar políticas industriais coerentes quando a maioria dos trabalhos acadêmicos privilegiou os paradigmas da corrente liberal na economia. Sem dúvida, é difícil aplicá-la, porém hoje ela é mais que necessária.

#### Notas

1 Agradeço os comentários de Fabio Erber, Sonia Rocha, Carlos Nelson dos Reis, Fernando Franciss, Emilio Taddéi, Marcelo Antinori, Jaime Marques Pereira e Thierry Deffarges. Versão revista no final de dezembro de 2008.

2 Com exceção, na verdade, de algumas como a Birmânia.

3 A abertura completa não deve ser confundida com livre-comércio. Qualquer que seja sua importância, a abertura é, na verdade, compatível com uma intervenção do Estado, enquanto a segunda faz do mercado o único regulador. Uma pode então ser bastante aberta, como são certas economias asiáticas, e conhecer um forte crescimento, sem que, por essa razão, se possa dizer que esse resulta do livre-comércio. O forte crescimento é, nesse caso, o resultado de uma intervenção do Estado consequente, especialmente no setor da exportação. Sobre essa distinção importante, ver Akkerman & Teunissen (2004), mais especificamente o capítulo de Wing Thie Woo: “Serious Inadequacies of the Washington Consensus, Misunderstanding the Poor by the Brightnest”.

4 Desenvolvemos esse ponto em Salama & Kliass (2007, 2008).

5 Taxa de crescimento médio das exportações

	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.

6 Diante das dificuldades crescentes de transferir capitais ao exterior, os especuladores puseram em prática uma medida original: consiste em comprar títulos nas bolsas es-

trangeiras, quando essas começavam a mergulhar numa crise profunda, e a revendê-los imediatamente. Dessa maneira, os pesos argentinos eram convertidos em dólares. A reação do governo foi oferecer dólares de modo a evitar uma excessiva depreciação do peso e impor aos compradores um congelamento de vários dias dos títulos adquiridos, antes de poder revendê-los esperando que o custo aumentado, decorrente da queda das bolsas estrangeiras acrescentada à depreciação provável do peso, freasse essas fugas de capitais. Ver *Folha de S.Paulo*, 4.11.2008: “BC argentino tenta conter fuga de capitais”.

- 7 Acrescentemos 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” provisoriamente os poderes públicos argentinos a encontrar fontes de financiamento complementares para garantir o serviço da dívida externa “haurindo” no capital das empresas de capitalização.
- 8 Segundo Lozano et al. (2007), das duzentas maiores empresas que produzem bens e serviços, 64% eram estrangeiras em 2005, contra 52,5% em 1997. O volume de negócios das empresas estrangeiras, em relação aos das duzentas maiores empresas, aumentou, passando de 64,1% para 75,8% no mesmo período.
- 9 Para uma análise aprofundada, ver Ribeiro & Markwald (2008); ver igualmente De Paula et al. (2008); Gonçalves (2008a, 2008b) Pode-se ver também Moreira et al. (2008) para uma análise comparativa de algumas economias latino-americanas com outras economias emergentes asiáticas e europeias.
- 10 Esses dados, assim como os que seguem, são extraídos do Banco Central, salvo indicações contrárias.
- 11 Em 1998, o pagamento dos juros sobre a dívida externa, o pagamento no exterior dos dividendos e, enfim, os lucros repatriados correspondiam a 2,2 % do PIB em 1998. Após um aumento sensível, essa porcentagem diminuiu em seguida atingindo em 2007 o mesmo nível de 1998. Mas, comparados com o valor das exportações, a baixa é nítida, já que passa de 35,6% em 1998 para 18,2% em 2007, e é ainda mais pronunciada quando se comparam os pagamentos às reservas: 40,8% e 16,2% nas mesmas datas.
- 12 Apresentamos os debates e nossa contribuição própria sobre essa questão no primeiro capítulo de nosso livro (Salama, 2006).
- 13 O índice de preço elaborado pelo Indec na Argentina subestima sistemática e amplamente a inflação a ponto de precisar construir um novo índice. A razão oficial dada é a de que o indicador foi construído quando o peso valia um dólar na época da convertibilidade e que, desde então, ele não foi modificado, o que significa que o valor dos bens foi medido a uma taxa de câmbio de 1 peso em vez de 3, aproximadamente.
- 14 Referimo-nos ao livro de Bourguinat & Bryis (2009), assim como ao de Lordon (2008), e sobretudo ao de Aglietta & Berrebi (2007), escrito antes do estouro da crise.
- 15 Notemos que essa maneira de pensar a crise financeira difere profundamente da abordagem dos mercados eficientes e da (não) transparência da origem da crise tal como a define a corrente neoclássica. Retomando Orléan (2008): “A favor do paradigma da eficiência, a crise antes de mais nada é uma questão de opacidade... Essa concepção é contestável. A transparência não basta de forma alguma para garantir a estabilidade financeira, pois é o próprio mecanismo financeiro que produz instabilidades”.

- 16 Na Argentina, as evoluções são menos pronunciadas. O peso argentino foi mantido a um nível relativamente depreciado, ao contrário das outras moedas latino-americanas, e a depreciação foi mais fraca.
- 17 É o que salienta Bresser-Pereira (2009). Isso posto, a prática das subvenções e das taxas de importações mostraram igualmente seus limites em alguns momentos quando ela gerava um desperdício de recursos e suscitava uma eficácia inexpressiva. Como meio de realizar uma “aposta sobre novas estruturas”, essa política pode então se transformar em seu contrário e favorecer comportamentos que incitem a viver de renda.
- 18 Ver, por exemplo, Ibarra (2008).
- 19 O México parece exportar produtos classificados como de alta tecnologia, mas se trata mais de uma ilusão estatística do que de uma realidade: o valor agregado é extremamente inexpressivo, sendo os produtos, sobretudo, montados. É para evitar esse tipo de ilusão estatística que novos indicadores são construídos. Ver, por exemplo, Lall et al. (2005) e Cui (2007).
- 20 Sobre essas questões, conferir Lall (2004), Palma (2004, 2006) e Salama (2006).
- 21 A estrutura das exportações é a seguinte em 2007:

Estrutura das exportações

	Crescimento 2000-2007	Participação en %
Básicos	48,8	37,1
Semimanufaturados	27	13,7
Manufaturados	13,2	46,6
Outros	66,3	2,6

Fonte: Sinopse n.10, BNDES, set. 2008.

Os produtos de baixa tecnologia, fora matérias-primas e produtos que utilizam muitos recursos naturais e mão-de-obra, correspondiam a 3% do total das exportações em 2007; os produtos de média tecnologia, 18% (mesma porcentagem em 1996); os de alta tecnologia, 12% (contra 10% em 1996) (fonte: Unctad e Semex).

- 22 Não há definição científica de primarização. Podemos, entretanto, considerar que uma economia é primarizada se a cota de suas exportações de produtos primários é predominante no total das exportações, e, que ela está em vias de primarização, se essa cota tende a aumentar de forma significativa.
- 23 De maneira geral, durante o período 2002-2007, observa-se que 40% do aumento das exportações se deve a um efeito preço, 40% em média a um efeito quantidade e 20% à combinação desses dois efeitos. Porém, o efeito preço concentra-se especialmente sobre os produtos primários (+21%) e sobre os produtos manufaturados de origem agrícola (+24%), ele é menor sobre os produtos manufaturados de origem industrial (+3% de 2006 a 2007, por exemplo). Com base nessas estatísticas, pode-se, portanto, concluir que a cota em volume dos produtos manufaturados de origem industrial teria aumentado, e as das demais exportações, diminuído. Essa progressão relativa corresponde igualmente a um forte crescimento em termos absolutos, já que o total das exportações aumentou bastante, conforme indicamos. (O total desses dados provém de um estudo elaborado por J. Scharzer e sua equipe do Cespa da UBA a partir das estatísticas do Indec.)

- 24 Sobre isso, ver Azpiazu & Schorr, *Página12*, de 10.12.2008: “Debate sobre el dolar

alto” (Disponível em: <<http://www.pagina12.com.ar/diario/suplementos/cash/17-3710-2008-12-07.html>>).

- 25 Essa expressão é utilizada na França para designar a segunda penalidade (expulsão do território) sofrida por trabalhadores estrangeiros imigrantes condenados a uma pena de prisão.
- 26 Dados recentes elaborados pelo Bureau of Labour Statistics (maio de 2004) mostram que as diferenças de salário são consideráveis, até mesmo com o México: o custo-hora nas indústrias manufatureiras é de 0,6 dólar americano na China; 21,37 nos Estados Unidos; 19,02 no Japão; 2,61 no México; e 0,3 na Índia, em 2002. É o que explica que para produtos leves observam-se deslocizações de fábricas instaladas no México para a China ou Vietnã, o encarecimento dos custos de transporte ficando mais do que compensados pela diminuição do custo unitário do trabalho combinando salário e produtividade.
- 27 Enquanto as empresas dos países desenvolvidos financiam seus ativos em 70% por autofinanciamento, 20% por endividamento e 10% por emissão de ações, esses números são respectivamente, na América Latina, de 80% por autofinanciamento e de 20% para o resto nos anos 1990. Para uma análise detalhada do total dos créditos (tanto em capital fixo, isto é, para investimento, quanto para capital circulante), concedido aos bancos das empresas privadas, ver Peltier (2005), onde são ressaltadas as diferenças entre as economias asiática e latino-americana: em média os créditos para o setor privado em porcentagem do PIB são estimados em 72% em 2004 na Ásia, englobando China e Índia, e em 30% na América Latina na mesma data.
- 28 A proporção dos títulos das empresas não financeiras captados no mercado financeiro sobre o PIB é, na Malásia, de 42,2%; na Coreia, de 27,4%; no Chile, de 11,4%; no México, de 3,3%; e no Brasil, de 2,6%, em 2005 (fonte *Época*, Negócios). Essa fraqueza das proporções latino-americanas explica-se especialmente 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 total dos empréstimos bancários foi destinada ao setor público entre 2001 e 2003 (10% na China, na Malásia, na Tailândia; 1,5% no Chile; mais de 26% na Colômbia) (*The McKinsey Quarterly*, julho de 2007: “Desarrollo del potencial de los sistemas financieros da América Latina”).
- 29 Lembremos que os coeficientes de Gini são elevadíssimos na América Latina, como podemos ver no indicativo que segue. Só que, para além das desigualdades, é preciso considerar a dimensão absoluta das demandas para analisar a rentabilidade dos capitais. Um país como o Brasil, de grande população, tem mais possibilidade de criar economias de escala do que um país como a Argentina, menos populoso, mas menos do que a China, mais populosa, e que se tornou profundamente desigual nos últimos anos:

#### Desigualdades na distribuição de rendas

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

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

- 30 A taxa de formação bruta de capital fixo permanece fraca, como podemos ver no in-

dicativo que segue:

#### Taxa de formação bruta de capital fixo

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

Fonte: World Development Indicators, 2007.

- 31 É difícil ler, com precisão, nos balanços de pagamento, o que são movimentos de capital durante o ano em curso, *a fortiori* nos últimos meses, especialmente em tudo o que implica a não renovação dos bônus de prazos vencidos e os movimentos devidos aos derivativos que encontramos, às vezes, em “erros e omissões”, que incham de repente. Quase sempre os erros são fornecidos em líquido, quando é mais interessante tê-los em bruto, e a evolução das reservas do Banco Central não é suficiente se o balanço em conta corrente é deficitário. Por sua vez, a volatilidade da taxa de câmbio não traduz necessariamente a dos movimentos de capitais, em virtude da intervenção do Banco Central para defender a cotação de sua moeda. Essa intervenção pode ser forte em alguns momentos, moderada em outros, sem que isso tenha uma relação constante com a volatilidade da bolsa.
- 32 A diferença entre os coeficientes (antes e após transferências e imposto) de Gini é de 2 pontos na América Latina, contra 15 pontos na Europa. Ela é, por exemplo, de 1,5 ponto na Argentina. Os dados são de 2005. Ver *Latin American Economic Outlook*, (Paris: OECD, 2007, p.31 e 53). Isso é o que explica, contrariamente a uma ideia disseminada, que a redução relativa das desigualdades que podemos observar, por exemplo, no Brasil nos anos 2000, se deva especialmente aos mecanismos do mercado de trabalho e ao aumento do salário mínimo, mais do que a uma política redistributiva do tipo bolsa família.
- 33 Sobre essa questão, ver o interessante artigo de Erber (2008).

#### Referências bibliográficas

AGLIETTA, M. Les crises financières: plus ça change, plus c'est la même chose. *Revue d'Économie Financière*, 2008.

AGLIETTA, M.; BERREBI, L. *Désordres dans le capitalisme mondial*. Paris: Odile Jacob, 2007.

AKKERMAN, A.; TEUNISSEN J. J. (Ed.) *Diversity in development, Reconsidering the Washington Consensus*. La Hague: Fondad, 2004.

BOURGUINAT, H.; BRIYS, E. *L'arrogance de la finance, aux sources du krach: errements des marchés, myopie de la théorie et carences de la régulation*. Paris: La Découverte, 2009.

BRESSER-PEREIRA, L. C. *Mondialisation et compétition, pourquoi quelques pays émergentes réussissent alors que d'autres non*. Paris: La Découverte, 2009.



- CUI, L. Is China changing its stripes? The shifting structure of China's external trade and its implications. *FMI*, 2007.
- DE PAULA, L. F. et al. Regime cambial, taxa de câmbio e estabilidade macroeconômica do Brasil. In: Vº FÓRUM DA FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS, 2008. (Mimeogr.)
- ERBER, F. As convenções de desenvolvimento no Brasil: um ensaio de economia política. In: SEMINÁRIO DA FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS, 2008. (Mimeogr.)
- GONÇALVES, R. A crise internacional e a América Latina, com referência ao caso do Brasil. 2008a. (Mimeogr.)
- \_\_\_\_\_. Crise econômica: radiografia e soluções para o Brasil. 2008b. (Mimeogr.)
- IBARRA, C. La paradoja del crecimiento lento de Mexico. *Revista da Cepal*, n.95, 2008.
- LALL, S. J. Reinventing Industrial Strategy: The Role of Government Policy in Building Competitiveness. *G-24 Discussion Paper Series*, New York, United Nations, 2004.
- LALL, S. J. et al. The Sophistication of Exports, a New Measure of Product Characteristics. *QEH*, Working paper n.123, 2005.
- LORDON, F. *Jusqu'à quand? Pour en finir avec les crises financières*. Paris: Raison d'Agir, 2008.
- LOZANO, C. et al. La cúpula empresaria argentina luego de la crisis: cambios en el recorrido 1997-2005. *Document CTA*, 2007.
- MOREIRA, A. et al. O papel dos fundamentos domésticos na vulnerabilidade econômica dos emergentes. *Ipea, Texto para discussão*, n.1358, 2008.
- ORLÉAN, A. Au-delà de la transparence de l'information, contrôler la liquidité. *Esprit*, 2008.
- PALMA, G. Flying – geese and lame-ducks: regional powers and the different capabilities of Latin America and East Asia to demand – adapt and supply-upgrade their export productive capacity. Oxford University, 2004. (Mimeogr.)
- \_\_\_\_\_. Stratégies actives et stratégies passives d'exportation en América latina et en Asie orientale. *Tiers Monde*, n.186, 2006.
- RIBEIRO, F. J.; MARKWALD, R. Balança comercial e déficits em transações correntes: de volta à vulnerabilidade externa? *Fórum Nacional: Fórum especial: como ser o melhor dos Brics*. Estudos e pesquisas, n.250, 2008.
- SALAMA, P. *Le défi des inégalités, une comparaison économique Amérique latine/Asie*. Paris: La Découverte, 2006.
- SALAMA, P.; KLIASS, P. La globalisation au Brésil: responsable ou bouc émissaire? *dans Lusotopie*, n. XIV, 2007.
- \_\_\_\_\_. A globalização no Brasil: responsável ou bode expiatório? *Revista de Economia Política*, n.34, 2008.

*RESUMO* – A crise financeira não deveria chegar à América Latina, segundo a maioria dos economistas e governantes: o conjunto de indicadores de vulnerabilidade melhorou na maior parte dessas economias. No entanto, ela chegou e, à medida que os dias

passam, anuncia-se cada vez mais severa. Os indicadores de vulnerabilidade, portanto, não são suficientes para estabelecer prognósticos confiáveis. É necessário combiná-los com indicadores de fragilidade mais confiáveis como a apreciação da taxa cambial, as desigualdades mais elevadas. Quanto piores forem esses indicadores, mais difícil será resistir à crise, e vice-versa. Como a crise nos países desenvolvidos adquiriu um caráter sistêmico e os indicadores de fragilidade não são muito bons, suas repercussões serão consideráveis nessas economias emergentes, apesar de indicadores de vulnerabilidade terem apresentado melhoras.

*PALAVRAS-CHAVE:* Vulnerabilidade, Fragilidade, Taxa de câmbio, Desigualdades, Especialização internacional, Contágio.

*ABSTRACT* – Most economists and government leaders stated that the crisis was not going to reach Latin America; the indicators of vulnerability have improved in most of these economies. However, the crisis did reach the region and is looking increasingly severe as the days go by. The indicators of economic vulnerability alone cannot, therefore, establish reliable forecasts. More reliable indicators such as exchange rate appreciation and other high inequalities must also be taken into account. The worse these indicators are, the more difficult it is not to fall into the crisis, and vice-versa. In developed countries, the crisis has taken on a systematic character and the signs of fragility are worrying. Therefore, despite an improvement in the indicators of economic vulnerability, the crisis will have significant repercussions in emerging economies.

*KEYWORDS:* Economic vulnerability, Fragility, Exchange rate, Inequalities, International Specialization, Contagion.

*Pierre Salama* é doutor em Economia pela Universidade Paris-Sorbonne, professor da Universidade Paris XIII, membro do Conselho Científico e do Conselho de Relações Internacionais da mesma universidade. É autor de vários livros, inclusive no Brasil, entre eles, *Pobreza e exploração do trabalho na América Latina* (Boitempo, 2002).

@ – salama@univ-paris13.fr

Tradução de Ligia F. Ferreira. Revisão Técnica de Lenina Pomeranz. O original em francês – “Argentine, Brésil, Mexique, face à la crise internationale” – encontra-se à disposição do leitor no IEA-USP para eventual consulta.