

## SEÇÃO I

# As transformações da economia capitalista no pós-guerra e a origem dos desequilíbrios globais

*Luiz Gonzaga Belluzzo*

Homenagem a John Kenneth Galbraith,  
bravo resistente da “boa sociedade”  
num tempo de fúria e desigualdade.

No livro *Trade, development and foreign debt*<sup>1</sup> o economista americano Michael Hudson faz uma avaliação histórica e crítica das teorias do comércio e das finanças internacionais, desde os mercantilistas até os dias de hoje, com parada obrigatória em Adam Smith e David Ricardo. Ele divide as teorias em dois grandes grupos:

1) aquelas que definem o sistema econômico internacional a partir de relações hierárquicas entre os Estados Nacionais, suas moedas, seus sistemas financeiros e suas empresas; e,

2) as que advogam a existência de um espaço homogêneo e “competitivo”, um campo aberto para o desenvolvimento dos negócios e das trocas.

Para Hudson, as palavras “protecionista” e “livre-cambista” são etiquetas ideológicas que ocultam as razões de fundo das divergências. O capitalismo realmente existente conta uma história mais ambígua do que aquela narrada pelos fundamentalistas – de um lado e de outro – a respeito do desenvolvimento das relações econômicas internacionais. Protecionismo e livre cambismo convivem como cães e gatos. Brigam o tempo todo mas são inseparáveis.

No final do século XIX, no apogeu da ordem liberal burguesa, a expansão do comércio e das finanças internacionais estava fundada nas relações simbióticas entre o liberalismo da Inglaterra hegemônica e as políticas protecionistas de industrialização dos retardatários europeus e dos Estados Unidos. Depois da Segunda Guerra Mundial, os americanos abriram o seu mercado para as exportações da Europa e do Japão em reconstrução, ao mesmo tempo em que suas empresas migravam em massa para as regiões de crescimento mais rápido.

No imediato pós-guerra, o projeto americano de construção da ordem econômica internacional foi concebido com o propósito promover a expansão do comércio entre as nações e colocar seu desenvolvimento a salvo de turbulências financeiras. A idéia força dos reformadores de Bretton Woods sublinhava a necessidade de criação de regras monetárias capazes de garantir o ajustamento dos balanços de pagamentos, ou seja, o adequado abastecimento de liquidez para a cobertura de déficits, de forma a evitar a propagação das forças deflacionárias. Tratava-se, também de erigir um ambiente econômico internacional destinado a propiciar um amplo raio de manobra para as políticas nacionais de desenvolvimento, industrialização e progresso social.

---

<sup>1</sup> Hudson, Michael. *Trade, development and foreign debt*. Pluto Press, 1992. 2v.

Keynes, o delegado da Inglaterra, propôs a *Clearing Union*, uma espécie de Banco Central dos bancos centrais. A *Clearing Union* emitiria uma moeda bancária, o *bancor*, destinada exclusivamente a liquidar posições entre os bancos centrais. Os negócios privados seriam realizados nas moedas nacionais que, por sua vez, estariam referidas ao *bancor* mediante um sistema de taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis. Os déficits e superávits dos países corresponderiam a reduções ou aumentos das contas dos bancos centrais nacionais (em *bancor*) junto à *Clearing Union*.

A despeito de sua rejeição à relíquia bárbara, Keynes aceitou a manutenção do ouro como “âncora” nominal do seu sistema monetário, mimetizando a relação que a moeda bancária mantinha com as reservas metálicas no padrão-ouro clássico. Mas o metal seria uma espécie de “rainha da Inglaterra” do sistema monetário, já que nenhum papel efetivo lhe seria concedido na liquidação das transações e dos contratos – função que seria exercida exclusivamente pela moeda bancária internacional, administrada pelas regras da *Clearing Union*. É provável que Keynes não estivesse disposto a colocar em risco a confiabilidade do novo padrão monetário, e muito menos pretendesse “desvalorizar” as reservas-ouro acumuladas pelos Estados Unidos nos anos 1920, 1930 e 1940 (em 1948 os EUA detinham cerca de 72% das reservas ouro-mundiais). Debates travados no Senado revelam que era forte a resistência política dos americanos à abolição do ouro como fundamento da nova ordem monetária internacional.

O plano Keynes visava, sobretudo eliminar o papel perturbador exercido pelo ouro enquanto último ativo de reserva do sistema, instrumento universal da preferência pela liquidez. Buscava, portanto, uma distribuição mais equitativa do ajustamento dos desequilíbrios de balanço de pagamento entre deficitários e superavitários. Isto significava, na verdade – dentro das condicionalidades estabelecidas – facilitar o crédito aos países deficitários e penalizar os países superavitários. O propósito de Keynes era evitar os ajustamentos deflacionários e manter as economias na trajetória do pleno-emprego. Ele imaginava que o controle de capitais deveria ser “uma característica permanente da nova ordem econômica mundial”, como repetiu seguidamente nos trabalhos preparatórios da Conferência de Bretton Woods. O plano – uma utopia monetária – não só era excessivamente avançado para o conservadorismo dos banqueiros privados, mas também inconveniente para a posição amplamente credora dos Estados Unidos, pois anularia o poder de *seigniorage* do dólar como moeda reserva. A faculdade de usar sua moeda como meio de pagamento universal conferiu e ainda vem conferindo aos Estados Unidos grande flexibilidade na gestão da política monetária e na administração do balanço de pagamentos.

A solução finalmente adotada na reunião de 1944 ficou mais próxima dos interesses dos credores do mundo. Assim, a *Clearing Union* perdeu a disputa para o Fundo Monetário Internacional (FMI), cuja capacidade de provimento de liquidez – em caso de desajustes temporários de balanço de pagamentos – estava limitada pelo valor das quotas dos países membros, calculado pela participação de cada um no comércio internacional. O *bancor* foi derrotado pelo dólar que assumiu o papel de moeda-reserva, ancorado na conversibilidade com o ouro à razão de 35 dólares por onça troy.

Já a proposta keynesiana de controle de capitais e do câmbio foi incorporada ao artigo VI dos estatutos do Fundo como faculdade concedida aos países que estivessem atravessando

problemas agudos de balanço de pagamentos. Os controles cambiais estavam vedados para as transações correntes, salvo no caso de o Fundo declarar uma “moeda escassa”, conforme o artigo VII, o que permitiria aos demais membros impor controles às transações com essa divisa.

O sistema de Bretton Woods nasceu de um compromisso implícito: o benefício da *seignorage* concedido ao país emissor da moeda reserva, os Estados Unidos, foi compensado pela liberdade, atribuída aos demais países-membros, de adotar políticas “keynesianas” internas e estratégias neo-mercantilistas de comércio exterior.

No imediato pós-guerra, a prerrogativa de emissor da moeda-reserva permitiu aos Estados Unidos a consecução de três objetivos:

a) objetivo estratégico: suportar a maior parte dos custos da aliança militar formalizada no Acordo do Atlântico Norte;

b) objetivos econômicos: a *seignorage* permitiu a expansão da indústria americana e de seu estilo tecnológico (o fordismo), sobretudo por meio do investimento direto levado a cabo pela grande empresa transnacional;

c) objetivos financeiros: a posição de “banqueiro internacional” dos Estados Unidos concedeu um enorme espaço para a expansão internacional do sistema financeiro americano e maior raio de manobra para a política monetária do Federal Reserve.

Ao buscar estes objetivos, a economia americana, entre 1945 e 1971, funcionou – Minsky assinalou com correção – como “reguladora” do sistema capitalista. Isto significa que os Estados Unidos cumpriam o papel de fonte autônoma de demanda efetiva e provedor de liquidez para a economia global. Para os países membros do sistema hegemônico, sobretudo os europeus, esta função reguladora era uma garantia *ex-ante* de políticas nacionais expansionistas continuadas e estratégias de crescimento neo-mercantilistas.

A rápida recuperação das economias européias e o espetacular crescimento do Japão foram causas importantes do progressivo desgaste das regras monetárias e cambiais concertadas em Bretton Woods. A concorrência comercial das renovadas economias industrializadas da Europa e do Japão e o fluxo continuado de investimentos americanos diretos para o resto do mundo, além dos gastos da Guerra Fria, determinaram, desde o final dos anos 1950, a ampliação do déficit do balanço de pagamentos americano e a acumulação de dólares nos bancos centrais da Europa e do Japão.

Os dólares excedentes queimavam nas mãos dos bancos centrais e dos agentes privados. Tinham, em geral, dois destinos: ampliavam os depósitos no Euromercado em formação ou buscavam a prometida transfiguração no ouro abrigado nos cofres de *Fort Knox*. Desde meados dos anos 1960, começaram a aparecer os primeiros sintomas de fadiga do arranjo monetário concebido em Bretton Woods. O déficit americano, até o início dos anos 1970 decorria do forte movimento de capitais e sobretudo da expansão das despesas militares. A balança comercial e de serviços não-fatores permaneceu (decrementalmente) superavitária até 1971. A partir de então os Estados Unidos passaram a apresentar resultados ligeiramente positivos na conta de capital, com redução de sua posição ativa favorável em relação ao resto do mundo. Isto se agravou, como veremos, nos anos 1980 com a política econômica do governo Reagan.

A “crise” de Bretton Woods se anuncia já na segunda metade da década de 1950. Culmina na desvinculação do dólar com o ouro em 1971, no primeiro choque do petróleo e na introdução do regime de taxas de câmbio flutuantes em 1973.

Os defensores das taxas flutuantes proclamavam perseguir um duplo objetivo: permitir os realinhamentos cambiais e dar maior liberdade às políticas monetárias domésticas. Mas os anos 1970 foram vividos em meio à instabilidade cambial e as tensões decorrentes da subida das taxas de inflação por toda parte. A “desordem” foi enfrentada com o “choque de juros” deflagrado pelo Federal Reserve de Paul Volker em outubro de 1979.

Na esteira da decisão do Federal Reserve eclodiu a crise da dívida externa da periferia. A América Latina foi atingida com especial virulência. Ao mesmo tempo, engordadas pelas taxas de juros elevadas, expandiram-se as dívidas públicas dos Estados Unidos e da Europa. Com o dólar supervalorizado, os Estados Unidos inverteram sua situação externa: passaram da posição credora para a devedora. Os bancos internacionais puderam se beneficiar da formidável expansão da dívida pública americana. Os papéis do governo americano e as taxas de juros elevadas vieram em socorro da qualidade dos ativos e da rentabilidade dos bancos credores, num momento em que a dívida latino-americana sofria forte desvalorização.

A partir de então, é sobre o peso e a reputação de sua dívida que os EUA sustentaram a supremacia do dólar e com isso reforçaram as tendências à transnacionalização de seu mercado financeiro e de capitais e a metástase “global” de sua grande empresa.

No início dos anos 1980, com a vitória da *Reganomics*, as análises convencionais sobre a trajetória da economia americana concentraram suas preocupações na ampliação dos déficits gêmeos – fiscal e em conta corrente. O economista Stephen Marris, do Instituto de Economia Internacional publicou, então, o livro<sup>2</sup> sobre os déficits gêmeos e o inevitável colapso do dólar, *o hard landing*, tese que angariou grande popularidade no mundo acadêmico.

Mas os acordos do Plaza em 1985 e do Louvre em 1987 (o primeiro articulou a desvalorização ordenada da moeda americana e o segundo procurou conter os “excessos” dos vendidos em dólar e estabilizar as taxas de câmbio) mostraram que o raio de manobra da potência dominante e sua capacidade de “coordenar os mercados” e submeter os aliados do G-7 eram bem maiores do que poderia suspeitar nossa vã economia.

O *crash* da Bolsa de Nova York em outubro de 1987 e a pronta recuperação dos mercados amparada na rápida reação da política monetária do Federal Reserve, ao mesmo tempo em que chamavam a atenção para os riscos implícitos na globalização, sob o comando do dólar e da finança “desregulamentada”, também sublinharam o aprofundamento da assimetria de poder entre as economias centrais.

Tal disparidade de forças ficou ainda mais clara no final dos anos 1980 e começo dos anos 1990: os Estados Unidos experimentaram uma recessão branda, entre 1990 e 1992, enquanto a Europa assistia ao colapso do Sistema Monetário Europeu e o Japão mergulhava numa crise que iria durar uma década. Este ponto será melhor tratado mais adiante.

---

<sup>2</sup> Marris, Stephen. *Déficits and the dollar: the world economy at risk*. Washington, DC: Institute of International Economy, 1987.

No artigo *Dinheiro e transfigurações da riqueza* – publicado em 1997 no livro *Poder e dinheiro*<sup>3</sup> – procurei demonstrar que a recessão americana do início dos anos 1990 foi determinada por uma rápida contração dos gastos privados, característica das reversões cíclicas que soem ocorrer depois de um período de endividamento das empresas e, particularmente, das famílias. Sobretudo nos ciclos comandados pela dinâmica dos mercados financeiros, as empresas contraem o investimento e cortam a folha de salários com o propósito de atender à súbita elevação da carga de juros sobre a receita operacional. As famílias, premidas pela desvalorização de seu portfólio financeiro e imobiliário e pelo temor da inadimplência, restringem o consumo e elevam a poupança, tentando restabelecer a relação desejada entre riqueza e renda. O déficit fiscal se ampliou, funcionando como “estabilizador automático”, o que não impediu uma expressiva redução do déficit externo em conta corrente.

Depois do socorro prestado ao México na crise de 1994-1995, o dólar sofreu uma forte desvalorização, sobretudo frente ao iene, logo revertida mediante uma ação coordenada dos bancos centrais. Na segunda metade dos anos 1990, a moeda americana voltou a ganhar força, o que permitiu a lassidão da política monetária de Alan Greenspan, fonte da interação virtuosa entre expansão do crédito, valorização de ativos que mediante o efeito-riqueza engendrou a expansão do gasto privado em consumo e investimento. A recuperação americana após-1993 foi outra vez liderada por uma rápida elevação do preço dos ativos, particularmente das ações, acompanhada por forte crescimento dos preços das *commodities*, o que suscitou elevações sucessivas, pelo Fed, das taxas curtas nos Estados Unidos.

A subida da *Federal Fund's Rate* nos primeiros nove meses de 1994 foi bem acolhida inicialmente pelos mercados financeiros que a entenderam como tempestiva e adequada provocando, paradoxalmente, uma firme valorização no mercado de bônus e queda das taxas de longo prazo. Subitamente, porém, as expectativas se alteraram, desencadeando uma crise no mercado americano de bônus, forte subida nas taxas longas e saída de capitais dos mercados emergentes mais fragilizados pelos desequilíbrios de balanço de pagamentos, precipitando, no final deste mesmo ano o (segundo) colapso mexicano.

As políticas monetárias nos países centrais movem-se, portanto, num corredor estreito entre a obrigação de prevenir as deflações agudas, por meio de repetidas intervenções de última instância (sempre acompanhadas de risco moral) e a necessidade de regular a estabilidade da economia, evitando sobretudo a formação de bolhas especulativas que, nas condições atuais, acarretam, quase sempre, situações de fragilidade e de miopia financeira.

Depois dos episódios referidos, são compreensíveis as hesitações do Federal Reserve em elevar as taxas de curto prazo. Mesmo diante da firme evolução em curso do nível de atividades e dos sinais emitidos pelo mercado de trabalho – interpretados como evidências de aquecimento “excessivo” – o Comitê de *Open Market* tem procrastinado a decisão antecipada pelos mercados. Entre o final de 1996 e os primeiros meses de 1997, por exemplo, as taxas longas vinham ensaiando uma subida mais acentuada, antevendo um ajuste das taxas curtas pelas autoridades monetárias. Estas – apesar de algumas declarações “alarmistas” do *chairman* do Federal Reserve Alan

---

<sup>3</sup> Tavares, M. C.; Fiori, J. L. *Poder e dinheiro*. Petrópolis: Vozes, 1997.

Greenspan – preferiram apostar numa “autocorreção” endógena e moderada do ciclo financeiro, temendo que uma nova elevação das taxas, ainda que moderada, pudesse determinar alterações mais drásticas nas expectativas, capazes de produzir não só uma “correção de preços” dos ativos, mais forte do que a desejada, mas também desastres de grandes proporções nos mercados emergentes. Nestas condições, a aceleração do crescimento foi acompanhada da geração de um superávit fiscal (auxiliada pela reforma tributária de Clinton) e de uma ampliação rápida do déficit em conta corrente.

Também a curta e moderada recessão de 2001 foi eficazmente contornada pela imediata resposta da política monetária e por uma impressionante reversão do balanço fiscal, que transitou de um superávit de 1,1% para um déficit de 4,5% do PIB. Desta vez, no entanto, o déficit em transações correntes sofreu apenas uma ligeira queda entre 2000 e 2001 (de 4,5% para 3,5% do PIB) para depois retomar a escalada ascendente em direção à marca dos 7% em 2005.

Diante da persistente elevação do déficit externo, retornaram as vozes que proclamam a necessidade de um ajuste dos déficits gêmeos, evocando o clima dos anos 1980 contaminado pelo receio do *hard landing* do dólar. Os defensores do ajustamento dos dois déficits acenam outra vez com os riscos de um colapso da moeda americana, com efeitos desastrosos sobre a taxa de juros, os mercados de ativos (em particular, neste momento, o superaquecido mercado imobiliário) e o crescimento da economia global. Mas, na atual conjuntura, diferentemente do que ocorreu no início dos anos 1980 – quando havia uma quase unanimidade em torno das conseqüências dos déficits gêmeos – já surgem opiniões que discrepam dos “catastrofistas” do ajustamento.

### **A nova divisão internacional do trabalho e as contradições da hegemonia americana**

Nas últimas três décadas do século XX e no começo do XXI três movimentos centrais e interdependentes promoveram profundas transformações na economia global: a liberalização financeira e cambial; a mudança nos padrões de concorrência; a alteração das regras institucionais do comércio e do investimento – todos conducentes ao reforço do poderio econômico americano.

Como já foi mencionado nas sucessivas edições do boletim *Política Econômica em Foco* da Unicamp, do ponto de vista espacial, a Ásia converteu-se num dos principais *loci* do investimento direto e da difusão acelerada do progresso técnico levados a cabo pelo deslocamento da empresa transnacional desde os anos 1980.

No início da década de 1980, a política econômica de Reagan – com seu dólar supervalorizado, enormes déficits orçamentários e nas contas de comércio – foi fonte de dinamismo para os países da Ásia, em particular para o Japão, Coréia e Taiwan. Esse foi o período dos grandes superávits comerciais japoneses, taiwaneses e coreanos. Quando, porém, em meados dos anos 1980, os Estados Unidos resolveram reverter a brutal valorização do dólar, que já havia causado danos quase irreparáveis à sua indústria, foi dado um sinal claro de que pelo menos esta parte da festa estava prestes a acabar. Yoichi Funabashi em seu livro *Managing the dollar: from the Plaza to the Louvre* afirma que o acordo do Plaza foi uma resposta às pressões protecionistas já disseminadas no Congresso americano. Os japoneses foram obrigados a engolir a valorização do iene, o que, por um lado, afetou suas exportações para a área de predominância da moeda americana e, por outro,

causou sérios prejuízos para os bancos, corretoras e seguradoras que carregavam em suas carteiras ativos em dólar.

A famosa “endaka” dará impulso ao movimento de “deslocalização” da indústria japonesa para os países da região, apoiado na capacidade de financiamento de seus bancos, que tentavam compensar as perdas incorridas nos ativos denominados em dólar (Tavares; Belluzzo, 2004<sup>4</sup>).

A metástase do sistema industrial do Japão suscitou, imediatamente, uma onda de investimentos de Taiwan e da Coreia, principalmente para a China, mas também para a Tailândia, Malásia e Indonésia. As praças financeiras “internacionalizadas” de Hong Kong e Cingapura integraram-se rapidamente ao complexo “asiático” em formação, por meio dos bancos locais e estrangeiros aí sediados. Estes fluxos cruzados de investimento direto, de expansão do crédito e, mais tarde, de aplicações de portfólio, estimularam o crescimento muito rápido do comércio entre os países da região, sobretudo mediante as transações intrafirmas.

A China e seu já desvalorizado yuan iriam completar a primeira década de crescimento acelerado. Este novo e gigantesco protagonista do “milagre asiático” vinha executando seus programas de reforma econômica com grande eficácia. Estas reformas buscavam a combinação entre uma agressiva estratégia exportadora, atração de investimentos diretos estrangeiros nas zonas liberadas e a forte intervenção do Estado. A ação estatal concentrou-se no estímulo à agricultura familiar, em maciços investimentos em infra-estrutura e na utilização das empresas públicas como “âncora” para a constituição de grandes conglomerados industriais. Tudo isso foi acompanhado de uma cuidadosa transição do sistema de preços da antiga economia de comando para a “nova” economia de mercado.

Entre 1988 e 1993, o comércio entre os países da Ásia iria se expandir a taxas impressionantemente altas, superando as relações comerciais com a Europa e a América do Norte.

O exuberante ciclo de expansão americano dos anos 1990 – outra vez escoltado por gigantescos déficits em transações correntes – vai reforçar não só o papel de grande investidor, mas também de demandante e devedor de última instância dos Estados Unidos. A China, cuja “competitividade” é crescente, tanto nos mercados menos qualificados, como, em ritmo acelerado, nos de tecnologia mais sofisticada torna-se o maior receptor (incluída a intermediação das praças de Hong Kong e Cingapura) do investimento direto americano e, ao mesmo tempo, ganha participação crescente no mercado dos Estados Unidos. Sobretudo depois da desvalorização de 1994, o *drive* exportador chinês vai deslocando a participação de seus parceiros asiáticos em terceiros mercados, ao mesmo tempo em que estimula as importações de peças e componentes dos países da região. Simultaneamente, os chineses sustentam a continuada elevação da taxa de acumulação de capital e a rápida incorporação de novas tecnologias mediante o estímulo às *joint-ventures* com empresas coreanas, japonesas e de Taiwan.

O relatório da Unctad *Trade and Development Report* de 2003 traz o subtítulo *Acumulação de capital, crescimento e mudança estrutural*. Uma avaliação profunda e certa dos resultados das políticas de desenvolvimento praticadas na Ásia e na América Latina nas duas últimas décadas.

---

<sup>4</sup> Tavares, M. C.; Belluzzo, L. M. A mundialização do capital e a expansão do poder americano. In: Fiori, J. L. *Poder americano*. Petrópolis: Vozes, 2004.

Trata-se de um estudo histórico-comparativo sobre o desempenho dos países em desenvolvimento ao longo do movimento de transformação da economia global nas décadas dos 1980 e 1990.

1) os de *industrialização madura* como a Coreia e Taiwan que já atingiram um grau elevado de industrialização, produtividade e renda *per capita*, mas apresentam uma taxa declinante de crescimento industrial;

2) os de *industrialização rápida*, como a China e talvez a Índia que – mediante políticas que favorecem elevadas taxas de investimento doméstico e graduação tecnológica – apresentam uma crescente participação das manufaturas no produto, emprego e exportações;

3) os de *industrialização de enclave*, como o México que, a despeito de aumentar sua participação na exportação de manufaturados têm desempenho pobre em termos de investimento, valor agregado manufatureiro e produtividade totais; e

4) finalmente, os países *em vias de desindustrialização*, que inclui a maioria dos países da América Latina.

A tipologia desenhada pela UNCTAD é o ponto de chegada do jogo complexo. Em todas as etapas de expansão do capitalismo este jogo envolve as transformações financeiras, tecnológicas, patrimoniais e *espaciais* que decorrem da interação de dois movimentos:

1) o processo de concorrência movido pela grande empresa, sob a tutela das instituições nucleares de “governança” do sistema: a finança e o Estado hegemônico ; e

2) as estratégias nacionais de “inserção” das regiões periféricas. As transformações que hoje observamos são impulsionadas pelo jogo estratégico entre o “pólo dominante” – no caso a economia americana, sua capacidade tecnológica, a liquidez e profundidade de seu mercado financeiro, o poder de *seignorage* de sua moeda – e a capacidade de “resposta” dos países em desenvolvimento às alterações no ambiente internacional.

É desnecessário dizer que as economias periféricas dispõem de estruturas e trajetórias sociais, econômicas e políticas muito dessemelhantes, o que dificulta para umas e facilita para outras a chamada “integração competitiva” nas diversas etapas de evolução do capitalismo. Assim, por exemplo, o sucesso do Brasil, até o início dos anos 1980, desencadeou a crise que iria provocar o seu reiterado “fracasso” na tentativa de se ajustar às novas condições internacionais. No pólo oposto, o fracasso chinês até os anos 1980 propiciou condições iniciais mais favoráveis para o sucesso das reformas empreendidas a partir de então.

A “globalização americana”, ao operar nas órbitas financeira, patrimonial e produtiva, engendrou dois tipos de regiões: aquelas cuja inserção internacional se faz pelo comércio e pela atração do investimento direto destinado aos setores produtivos afetados pelo comércio internacional; e aquelas, como Brasil e Argentina, que buscaram sua integração mediante a abertura da conta de capitais.

No Brasil e na Argentina, as sociedades, submetidas à sucessão de “choques heterodoxos” estavam exaustas diante da resistência prolongada da crise inflacionária dos anos 1980. Já



escrevemos no artigo *Estabilização e finanças globalizadas*<sup>5</sup> que “independentemente da situação macroeconômica dos países receptores, o início dos anos 1990 foi caracterizado pela restauração dos fluxos de capitais privados para os países da América Latina, depois do longo período de estiagem que se seguiu à crise da dívida dos anos 1980. Apesar da retórica reformista que escoltou e ainda acompanha o retorno dos capitais privados às praças latino-americanas, a verdade é que se tratou apenas, pelo menos no primeiro momento, do tradicional e conhecido “*money chasig yield*”, como bem o professor Hyman Minsky caracterizou este fenômeno.

O fator decisivo para a transformação dos países latino-americanos, de doadores de “poupança” em receptores de recursos financeiros, foi sem dúvida a deflação da riqueza mobiliária e imobiliária observada já no final de 1989, nos mercados globalizados. Como já foi dito, esta profunda recessão “*financial-led*” exigiu grande lassidão das políticas monetárias no sentido de tornar possível a digestão dos desequilíbrios correntes e no balanço patrimonial de empresas, bancos e famílias, envolvidos com o exuberante surto de valorização de ativos que se seguiu à intervenção salvadora de 1987.

Ao estado quase depressivo dos mercados de qualidade e à situação de sobreliquidez, causada por um período prolongado de taxas de juros muito baixas, juntou-se um quadro, nos “mercados emergentes”, de estoques de ações depreciados, governos fortemente endividados e proprietários de empresas públicas privatizáveis distribuídas por vários setores da economia, além das perspectivas de valorização das taxas de câmbio e da manutenção das taxas de juros reais elevadas, em moeda forte, mesmo depois da estabilização.

Os países da periferia até então submetidos às condições de ajustamento impostas pela crise da dívida, foram literalmente capturados pelo processo de globalização, executando seus programas de estabilização de acordo com as normas dos mercados financeiros liberalizados. É preciso entender que a regra básica das estabilizações com abertura financeira é a da criação de uma oferta de ativos atraentes que possam ser encampados pelo movimento geral da globalização. Neste rol estão incluídos títulos da dívida pública, em geral curtos e de elevada liquidez; ações de empresas em processo de privatização; bônus e papéis comerciais de empresas e bancos de boa reputação; e posteriormente, ações depreciadas de empresas privadas, especialmente daquelas mais afetadas pela abertura econômica e pela valorização cambial.

O movimento de transnacionalização do espaço asiático, particularmente da China, é fruto do movimento do capital produtivo e ao mesmo tempo, uma mudança de escala no processo de deslocalização da estrutura manufatureira da tríade desenvolvida (Estados Unidos, Europa e Japão) para o resto do mundo. No caso americano, este fenômeno pode ser observado de vários ângulos. Primeiro, o mais singelo, revela uma aceleração da queda da participação da indústria manufatureira no PIB (12,7% em 2005) e no emprego, muito mais intensa do que seria justificado pelos ganhos de produtividade. Segundo, os trabalhos recentes<sup>6</sup> que buscam estimar a participação de insumos e componentes importados no total de *inputs* consumido anualmente pela indústria manufatureira dos Estados Unidos, mostram que, entre 1987 e 2002, esta participação subiu de

---

<sup>5</sup> Publicado na revista *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 11, 1997.

<sup>6</sup> Burke, Epstein, Choi. *Rising foreign outsourcing and employment losses in US manufacturing*. Amherst: University of Massachusetts, 2004. (Peri Working Papers).

12,4% para 22,1%. Os ramos mais afetados – acima da média da indústria – são os de produtos eletrônicos e de informática, vestuário e artigos de couro, veículos motorizados, trailers e partes, equipamento elétrico e componentes. São os mesmos setores em que foi maior a destruição de postos de trabalho. A isto se junta o rápido crescimento das importações de bens finais de consumo e de capital, não só da Ásia como também da Europa, igualmente superavitária em suas relações comerciais com os Estados Unidos. Em 2005 o déficit comercial dos Estados Unidos chegou a US\$ 726 bilhões, ou seja, 5,8% do PIB. Deste total 83% correspondem ao déficit “manufatureiro”. Apenas 17% do crescente déficit comercial diz respeito às importações líquidas de petróleo e produtos primários.

Finalmente, a rápida industrialização da China e dos países do Sudeste Asiático está deslocando uma fração importante da demanda global para os produtores de matérias-primas e alimentos. Como é de conhecimento geral, a China sustenta um saldo positivo muito elevado (US\$ 204 bilhões em 2005) com os Estados Unidos. Mas seu déficit é crescente com o resto da Ásia e com os demais parceiros comerciais. O bloco industrializado da Ásia, sobretudo a China, funciona como uma engrenagem de transmissão entre a demanda gerada nos Estados Unidos e a oferta das economias “exportadoras de recursos naturais”.

As relações de interdependência entre as economias asiáticas e delas com os Estados Unidos suscitam questões que tornam muito arriscadas respostas simples. Os países cuja estratégia é governada pelo saldo da balança comercial e pela acumulação de reservas “fecham o circuito” gasto-renda-poupança do “sistema americano” ao utilizar as poupanças em dólar para financiar o déficit em conta corrente dos Estados Unidos. Essa dependência recíproca impede que os países asiáticos orientem a aplicação de suas reservas por critérios privados de risco-rentabilidade. Garantem assim uma demanda pela moeda americana que assegura uma certa estabilidade nas taxas de câmbio de suas moedas em relação ao dólar.

Os otimistas, diz Barry Eichengreen, sustentam que a ampliação do déficit americano em conta corrente pode continuar por mais uma década, escorado na disposição dos chineses de incorporar mais 200 milhões de trabalhadores nas indústrias voltadas para a exportação. Até completar o ciclo, os chineses estarão dispostos a defender o yuan desvalorizado e, portanto, a acumular reservas e adquirir títulos do Tesouro americano. Isto significa evitar quaisquer alterações nas taxas de câmbio relativas nas relações intra-asiáticas, e particularmente mudanças no valor do yuan em relação ao dólar.

Os pessimistas advertem para a não sustentabilidade do aquecimento da economia chinesa, determinado pela excessiva expansão do crédito ao setor privado. Impulsionado pela ampliação das reservas em moeda forte, o crescimento dos empréstimos não só vem realimentando a especulação imobiliária e os investimentos mal concebidos, como provoca o aumento dos créditos *non performing* na carteira dos bancos. Para os pessimistas, a recente e insignificante valorização do yuan é apenas a primeira de uma série que fatalmente levará à flutuação da moeda chinesa.

As duas posições são problemáticas. É possível imaginar – tal com pretendem os otimistas – um cenário de estabilidade nas condições de financiamento do déficit americano em conta corrente, dada a natureza das inter-relações comerciais e financeiras que “solidarizam” a economia americana com os parceiros asiáticos.

A consolidação do papel do dólar como moeda de reserva é o fenômeno crucial da segunda metade do século XX. A soberania monetária americana garantiu a expansão da grande empresa – com efeitos sobre a distribuição espacial da indústria manufatureira e mais recentemente dos serviços – e permitiu a adoção das políticas de crédito e de gasto público que sustentam taxas elevadas de crescimento da demanda nominal e, a cada ciclo de expansão, provocam a elevação do déficit em conta corrente, gerando demanda para o resto do mundo.

Os americanos passaram a manejar com grande agilidade a sua política monetária, convertendo-a numa máquina de sucção de liquidez, de capitais e da “produtividade” dos trabalhadores asiáticos (e também centro-americanos) para sustentar o crescimento acelerado de sua economia, sem tensões inflacionárias. O último ciclo americano comprovou a eficácia desta forma de integração financeira e produtiva, na medida em que propiciou uma espetacular expansão do crédito à produção, ao consumo e – melhor ainda – a “alavancagem” financeira que fomenta, o processo de fusões e aquisições, a inflação de ativos financeiros e imobiliários, fonte do “enriquecimento” e do encolhimento da poupança das famílias.

De outra parte, as estratégias mercantilistas dos países asiáticos – concebidas para a geração de superávits comerciais e acumulação de reservas – implicam necessariamente não só na demanda de ativos denominados em dólar como no abastecimento de bens de consumo, intermediários e de capital a baixo custo.

Isto significa que a hegemonia americana e seu enorme mercado nacional ensejaram a construção de um espaço monetário EUA-Ásia. A relação entre a taxa flutuante da moeda soberana e as taxas fixas ou controladas das moedas subordinadas (asiáticas) não só permitiram a ampliação dos déficits e superávits entre os parceiros, como reforçaram o poder de *seigniorage* do dólar.

Mas isso não afasta, senão provavelmente agrava as características negativas do crescimento “desequilibrado” dos Estados Unidos, antes e depois da recuperação de 2002.

Com mostra o mais recente boletim do *Economic Policy Institute*, a economia americana, no primeiro trimestre de 2006 cresceu à taxa anualizada de 4,8%, impulsionada pela evolução do consumo de duráveis e pelos gastos militares, com um desempenho medíocre do investimento privado. O crescimento do consumo contribuiu com 3,8 pontos percentuais para o crescimento do PIB, superando por larga margem a contribuição do investimento (1,2 ponto percentual). A expansão da demanda agregada foi de 5,6% e decorreu muito mais da ampliação do endividamento das famílias (4,6% anualizado), apoiado na valorização dos imóveis residenciais, do que da expansão da remuneração real dos assalariados que apresentou queda (-0,9%).

Nos últimos três anos e meio, contrariando a experiência dos ciclos anteriores, o crescimento do consumo está desconectado da evolução da renda, particularmente, dos salários e do emprego, e cada vez mais dependente do efeito-riqueza. Os últimos dados do Departamento do Comércio mostram uma forte desaceleração do investimento residencial cuja taxa de crescimento caiu de cerca de 10% no último trimestre de 2005 para 3,5% no primeiro trimestre de 2006.

Ao mesmo tempo, a simbiose asiático-americana alterou a estratégia de acumulação da grande empresa nos Estados Unidos. A edição de abril de 2006 do *World Economic Outlook*, em seu capítulo IV, cuida de investigar as razões do expressivo crescimento da acumulação de recursos

sob a forma líquida (*cash*) ou de participação acionária em empreendimentos localizados em mercados estrangeiros (*equities*) no portfólio das empresas não-financeiras. “Para os Estados Unidos, se o investimento direto líquido no exterior das corporações não-financeiras for adicionado ao gasto doméstico de capital, o dispêndio total de investimento das empresas está no mesmo nível do final dos anos 1990.”

A rápida acumulação de ativos financeiros e de liquidez concentra-se na grande empresa e promove a intensificação do processo de fusões e aquisições que depois de um hiato entre 2001 e 2003 retomou seu vigor nos últimos dois anos. Há evidências de que, depois do ciclo de investimentos dos anos 1990, concentrados na área de informação e telecomunicações (IT), as empresas americanas promoveram um processo acelerado de desindividamento, ampliaram as participações no investimento externo – fusões e aquisições na Europa e América Latina e investimento novo (*greenfield*) na Ásia. Estes movimentos aprofundaram o processo de deslocalização produtiva e aumentaram o estoque de direitos de propriedade e de ativos financeiros de curto prazo na composição de seu portfólio.

A incorporação do consumo individual à dinâmica do novo capitalismo tornou-se crucial para as perspectivas de crescimento. A forma especificamente capitalista do consumo começa a se definir entre o final do século XIX e a primeira metade do século XX – particularmente nos Estados Unidos – com a “suburbanização” das cidades e a difusão dos duráveis impulsionada pela construção das redes de energia elétrica, pelo desenvolvimento do crédito e pelas técnicas de propaganda inerentes à concorrência monopolista.

A constituição de um sistema de proteção social e as políticas keynesianas de sustentação da renda e do emprego no segundo pós-guerra contribuíram de maneira decisiva para o avanço do “consumo capitalista”. Este componente da demanda efetiva não inclui apenas o “consumo dos capitalistas”, mas deve ser assim qualificado por conta da forma de financiamento do gasto dos consumidores. Nela estão incluídas as novas modalidades (cartões de crédito, por exemplo) e a valorização do estoque de riqueza ao longo dos ciclos de crédito, o que desvincula crescentemente o consumo do comportamento da renda corrente.

Não se trata apenas da completa sujeição das “necessidades” aos imperativos da mercantilização universal. No capitalismo avançado americano, o circuito gasto-renda-consumo começa e termina com a valorização fictícia do patrimônio das famílias. A valorização do patrimônio líquido facilita o crédito barato para financiamento do gasto que alimenta a acumulação de lucros e de liquidez pela grande empresa. O consumo final e intermediário da economia se abastece dos bens gerados a preços cadentes nas usinas de produtividade dos trabalhadores asiáticos, com ganhos reais para os consumidores e as empresas.

Uma das singularidades da “globalização americana” é a desconexão espacial entre consumo e investimento. A mancha produtiva, sobretudo manufatureira, originária do espaço econômico americano, japonês e europeu desbordou, pela intensificação da concorrência “globalizada”, para a periferia onde se abriga um enorme reservatório de mão-de-obra e capacidade de rápida absorção tecnológica, com expressiva redução de custos de produção e, conseqüentemente, ganhos para os consumidores e empresas que vivem e operam em mercados de renda *per capita* elevada.

Ao fim e ao cabo, o circuito riqueza-consumo-produção “libera” uma fração crescente do poder de compra das famílias de renda média e baixa para o endividamento enquanto os que estão no topo da pirâmide, os credores líquidos – empresas e famílias de alta renda – se apropriam da valorização da riqueza financeira.

### **Mercados da riqueza, acumulação financeira e bolhas de ativos**

A avaliação desses fenômenos supõe que sejam tomadas na devida conta as transformações ocorridas nos mercados financeiros e cambiais, na posteridade da desregulamentação e liberalização dos mercados financeiros. É na esfera financeira que se realizam as transformações patrimoniais e se concretizam as mudanças de estratégia das corporações transnacionais não-financeiras, sob o comando dos grandes investidores institucionais.

Os críticos da finança globalizada – ou seja, da abertura generalizada das contas de capital e da desregulamentação dos mercados – costumam atribuir a relativa calma que prevaleceu na três décadas que se seguiram à Segunda Guerra Mundial à chamada “repressão financeira”. Esta incluía a separação entre os bancos comerciais e os demais intermediários financeiros, controles quantitativos do crédito, tetos para as taxas de juros e restrições ao livre movimento de capitais. Os bancos comandavam o crédito e estavam comprometidos, numa relação de mútua confiança, com o desempenho produtivo das empresas. As crises de liquidez, como a de 1966 nos Estados Unidos, eram raras e, em geral, dóceis às intervenções dos Bancos Centrais.

Nos países desenvolvidos, as políticas monetárias e fiscais anticíclicas do keynesianismo – mesmo bastardo – cumpriram o que prometiam, ou seja, sustar a recorrência de crises de deflação de ativos e de “desvalorização do capital”, fenômeno que assolou o capitalismo do final do século XIX até a Grande Depressão dos anos 1930.

A reiteração de intervenções de última instância dos bancos centrais e a geração de déficits fiscais – ao aumentar a dívida pública de “boa qualidade” – impediram a desvalorização da riqueza já existente e ampliaram o peso dos ativos financeiros na riqueza total.

Mudanças subjetivas (Keynes diria psicológicas) foram provocadas pelas intervenções bem-sucedidas: constitui-se uma nova agenda de convenções, antitética àquela que imperou entre o final do século XIX e a Grande Depressão. Criou-se, na verdade, uma situação de “*moral hazard*” permanente, ou seja, um viés altista na psicologia dos investidores. Seja qual for a intensidade da flutuação da economia, as perdas devem ser limitadas, dada o valor da massa de ativos que poderia ser atingida por uma crise de liquidez e, portanto, por uma deflação de preços generalizada nos mercados financeiros. Não por acaso, nos últimos anos e depois das crises da década de 1990, intensificaram-se os debates sobre a necessidade de um prestador de última instância universal e as possibilidades de o FMI assumir este papel.

Ironias engendradas no curso da história: as ações de estabilização do Estado Keynesiano favoreceram avanço do processo de “securitização” e de desregulamentação dos mercados. Geraram, desta forma, as condições de obsolescência da “repressão financeira”. Os critérios de avaliação dos Mercados Secundários da Riqueza voltaram a comandar as decisões de empresas, consumidores e governos.

As técnicas de securitização de créditos bancários, o uso de derivativos e a intensa informatização dos mercados permitiram ampliar o volume de transações. Estas massas de capital financeiro estão concentradas sob o comando de grandes investidores institucionais. São fundos de pensão, fundos mútuos e – o último rebento da finança moderna – os fundos de *hedge* que – operando em várias praças financeiras – usam intensamente o crédito para “alavancar” posições em ativos.

Os capitais se movem entre as economias nacionais, na busca de oportunidades de arbitragem ou de ganhos especulativos, sempre a envolver apostas quanto aos movimentos de preços dos ativos denominados nas diversas moedas. O “*moral hazard* estrutural”, de certa forma, tornou os bancos centrais reféns da garantia de liquidez, no caso de oscilações bruscas nos preços e suspeita de risco sistêmico. Não seria fora de propósito buscar aí as origens de processos altistas prolongados, assim como da “ganância infecciosa” que, não raro, fomenta a febre de fusões e aquisições, sempre sustentada, direta e indiretamente, pelo potente sistema de crédito.

Os episódios de euforia global e liquidez excessiva terminariam em reversões espetaculares não fossem as intervenções de última instância do Banco Central mais poderoso e de seus acólitos no centro do sistema monetário internacional.

Assim, o predomínio da lógica financeira impõe ao Federal Reserve, administrador de última instância do sistema, um manejo delicado da política monetária. Na conferência de Jackson Hole, Alan Greenspan deixou claro, em sua linguagem críptica, que, no clima de *moral hazard* estrutural não há espaço para radicalismos, ou seja, para movimentos bruscos das taxas de juros. Greenspan manifestou, na realidade, preocupação com a “generalização” da inflação de ativos, num ambiente de baixa inflação nos mercados de bens e serviços. A “exuberância irracional” agora contamina quatro mercados: bônus, imobiliários, *commodities* e os de moedas de países emergentes. Quanto aos riscos de inflação nos preços de bens e serviços, observamos a presença de forças que se movem em sentido contrário: de um lado, a tendência deflacionária dos preços dos produtos manufaturados, por conta do excesso de capacidade à escala global; de outro, a demanda chinesa e as taxas de juros, ainda baixas, favorecendo a formação de posições especulativas altistas nos mercados de *commodities*. As quatro bolhas, a ampliação da posição devedora líquida americana e o risco sempre presente da aceleração inflacionária colocam desafios formidáveis aos Bancos Centrais.

Até agora as políticas monetárias e os arranjos cambiais têm conseguido promover a “fuga para frente” no afã de manter sob controle os Mercados da Riqueza e, ao mesmo tempo, sustentar as taxas de crescimento da economia global. A efetividade das políticas anticíclicas está fundada, nos Estados Unidos, na *articulação estrutural* entre o sistema de crédito, a exuberante expansão do consumo privado, a diáspora da indústria manufatureira para regiões “mais competitivas”, o enorme déficit comercial e a gestão das finanças do Estado, particularmente da dívida pública.

Esse formato expressa a natureza peculiar do poder econômico americano: a fusão de funções e de interesses explicita o caráter essencialmente “coletivista” (e macroeconômico) dos processos centrais de reprodução e de “mundialização” do capitalismo realmente existente. As relações entre Estado e Mercado (uma forma imperfeita de exprimir as relações entre política e economia) não são “externas”, de mero intervencionismo. São orgânicas e constitutivas. Nos

tempos da “economia global”, tais *formas socializadas do poder privado* permitem diversificar a riqueza de cada grupo, distribuí-la entre os vários mercados nacionais e assegurar o máximo de ganhos patrimoniais, se possível no curto prazo.

Os agentes destas operações são as instituições da finança privada. São elas que definem os preços de venda, os métodos de financiamento, a participação acionária dos grupos, as estratégias de valorização das ações. A garantia final – mas certamente não definitiva – do processo de valorização de ativos é a existência de um estoque de ativos líquidos e seguros emitidos pelo governo do país hegemônico.

Entre 2001 e 2003, por exemplo, política monetária americana funcionou de forma anticíclica: a autoridade monetária satisfaz a demanda dos *market makers* por papéis mais líquidos e seguros. Essa providência manteve a rentabilidade das carteiras destes agentes ao reduzir o seu custo de carregamento. Ao mesmo tempo, o superávit fiscal tornou-se disfuncional, tanto do ponto de vista macroeconômico como da composição dos patrimônios privados. O setor privado, na recessão, demanda papéis do governo como forma de preservação da riqueza líquida, substituindo, na margem, a aquisição de papéis privados.

A política de redução de taxas de juros nos Estados Unidos e sua manutenção em níveis muito baixos, entre 2001 e 2004, estimularam as operações de *carry trade* – tomar recursos baratos em uma determinada moeda (no caso o dólar) e aplicá-los em outras moedas (como, por exemplo, o real) com rendimentos mais elevados. Neste mesmo período, o Japão fixava em zero as taxas de juros básicas, com o propósito de impedir o avanço das forças deflacionárias que ameaçaram sua economia ao longo da estagnação dos anos 1990 e início do terceiro milênio. A conjugação entre as políticas monetárias japonesa e americana fomentou a forte expansão da liquidez internacional e impulsionou o atual ciclo de crédito e de inflação de ativos.

A partir de 2004, a subida progressiva da *policy rate* nos Estados Unidos reduziu drasticamente as vantagens dos empréstimos em dólar para o *carry trade* em mercados forâneos de alto rendimento. Entre o segundo e o último trimestre de 2005 a variação líquida dos ativos em mercados externos dos bancos americanos caiu de US\$ 170 bilhões para US\$ 11 bilhões. Ao mesmo tempo, as filiais dos mesmos bancos e os fundos de *hedge* ampliaram significativamente suas posições amparadas por empréstimos em ienes contra aplicações em ativos denominados em dólar, o que determinou a valorização da moeda americana.

A recuperação da economia japonesa e a conseqüente elevação das taxas de juros em iene são fatores de risco que já manifestaram sua presença nos ataques desferidos contra as moedas de países com elevado déficit em transações correntes, como foi o caso de Islândia, Hungria e Nova Zelândia.

## **Conclusão**

No mercado “competitivo” do capitalismo formado por empresas gigantes na era da desregulamentação e da liberalização, o capital precisa existir sob a forma “livre” e líquida e, ao mesmo tempo, crescentemente centralizada. Só assim pode revolucionar periodicamente as bases técnicas da economia, ampliar o controle sobre os mercados, submeter enormes contingentes de

força de trabalho a seu domínio, criar novas oportunidades. Apenas desta maneira as relações do capital podem fluir, sem obstáculos, para colher novas oportunidades de lucro, ameaçando inevitavelmente a eficácia das estruturas produtivas imobilizadas nas etapas anteriores do processo de acumulação.

Há, portanto, simultaneamente dinamismo e estagnação, avanço vertiginoso das forças produtivas em algumas áreas e setores combinado com a regressão em outras partes. Mais do que nunca, a concorrência capitalista torna efetiva a sua razão interna, engendrando o processo de fusões e aquisições, ou seja, o monopólio, o que significa impor barreiras à entrada de novos competidores, sejam eles empresas ou países.

Ao mesmo tempo, as posições relativas de países, continentes e classes sociais sofrem alterações tão radicais quanto perturbadoras. O capitalismo realmente existente revela sua natureza mais profunda, aquela já desvelada por Marx e Engels no *Manifesto Comunista*. “A burguesia não pode existir sem revolucionar constantemente os meios de produção e, portanto, as relações de produção e com elas o conjunto das relações da sociedade... Revolução permanente nas condições de produção, distúrbios ininterruptos de todas as condições sociais, permanente incerteza e agitação é o que distingue a era burguesa de todas as demais.”

Marx e Engels escreveram isso em 1848, antes das escaladas industriais dos Estados Unidos e da Alemanha confirmarem suas suspeitas sobre o papel da concorrência “universal” na expansão do regime do Capital. Extasiada diante da potência revolucionária e “progressista” do capitalismo em seu ímpeto de mercantilização universal, a dupla não foi capaz de antecipar o papel crucial dos Estados Nacionais e da luta política na “deformação” dos mercados e das condições da concorrência na derrocada da Inglaterra. (Assim, é possível que os Estados Unidos anunciem o futuro da China. *De te fabula narratur*.)

Em meados do século XIX, as economias retardatárias se desenvolveram sob o livre-comércio, patrocinado pela hegemonia financeira inglesa. No final do século, a “*belle époque*” iria desfilarmos seu *aplomb* e suas aparências à beira do abismo cavado pelo protecionismo crescente e pelas disputas imperialistas por recursos naturais.

É demasiada pretensão do entendimento humano prognosticar para a nova etapa do liberalismo, o neo – ou seja, para a nova era de deslocamentos tectônicos e “climáticos” engendrados pelo revigoramento da concorrência universal – o mesmo destino das aventuras do liberalismo clássico. O economista de Harvard Richard Freeman diz, em artigo recente, que a velha conversa sobre os benefícios do comércio – os países avançados produzem bens de alta tecnologia com trabalho qualificado enquanto os menos desenvolvidos se dedicam aos setores de mão-de-obra não-qualificada – “tornou-se obsoleta com a presença da China e da Índia”.

Editado pelo FMI, o *Global Financial Stability Report* de abril de 2006, apesar do tom geral mais otimista, não esconde as preocupações com os riscos implícitos na atual onda de sobrelíquidez que inunda os mercados mundiais. Num ambiente de taxas de juros muito baixas, adverte o relatório, os investidores se inclinam naturalmente para atitudes excessivamente otimistas na ponderação entre a evolução esperada dos preços dos ativos e os riscos envolvidos em sua posse.



Em tais circunstâncias são fortes os incentivos para “alavancar” posições especulativas e avançar na direção das regiões mais perigosas do espectro de risco.

O entusiasmo quase generalizado no início com a liberalização e a desregulamentação dos mercados financeiros começa a se transformar em cautela. Os sintomas desta mudança devem ser buscados no tom mais prudente das análises nascidas dos arraiais ortodoxos. A dúvida e o questionamento têm sido gerais e irrestritos.

Agora já são muitos os que criticam as interpretações convencionais que costumam atribuir as crises financeiras e cambiais à má gestão monetária e fiscal dos governos de países emergentes. Desde a sucessão de crises dos anos 1990, que culminou com a derrocada da Argentina, os analistas mais responsáveis e menos comprometidos com a ideologia rasa dos interesses procuram sublinhar o papel desempenhado pela “dinâmica de mercado” na precipitação de episódios cambiais e financeiros ruinosos.

A história das crises financeiras é quase sempre a mesma: nas etapas de euforia, a confirmação das expectativas otimistas leva os possuidores de riqueza a buscar apostas mais arriscadas, incorporando ativos de menor qualidade em suas carteiras. Este é o caso, por exemplo, dos títulos de dívida, pública e privada, dos emergentes. Estes países costumam oferecer aos investidores internacionais rendimentos muito mais altos do que os apresentados por papéis do mesmo prazo, emitidos por governos mais acreditados.

Esta caminhada dos investidores em direção à zona de riscos mais elevados está sempre amparada pela expansão do crédito bancário. Podem, assim, os apostadores assumir posições que são um múltiplo de seu aporte próprio de capital, na esperança de ulteriores elevações dos preços que valorização de seu estoque riqueza.

Neste quadro, uma súbita alteração das expectativas pode acarretar uma onda de vendas em massa – que, aliás, começam sempre pelos ativos mais arriscados. Muitos investidores adquiriram seus ativos a crédito, outros foram mais ousados na alavancagem. O professor Charles Kindleberger afirma com razão que as crises financeiras só se tornam graves quando as flutuações no valor da riqueza contaminam os bancos. Quando isso acontece, a maquinaria econômica entra em colapso. Na ausência de uma intervenção tempestiva, de natureza pública, não há simplesmente, como fazer a engrenagem capitalista voltar ao seu funcionamento normal.

Desde sempre, os mercados financeiros, entregues à própria lógica, são assim mesmo, sujeitos a surtos de euforia e pessimismo. Isto ocorre a despeito dos esforços dos economistas que insistem em desenhar modelos de mercados eficientes ou construir teoremas sobre a indiferença das estruturas de financiamento. A coisa ainda fica pior quando os surtos de euforia envolvem riscos de “descasamento” de moedas, o que freqüentemente tem levado a crises cambiais, financeiras e bancárias em países imprudentes. Crises sistêmicas são inerentes à dinâmica financeira e uma ameaça permanente ao crescimento das economias. No plano internacional, as inevitáveis ondas de especulação instabilizadora envolvem, ademais, ativos de diversas qualidades denominados em moedas distintas. As crises financeiras transformam-se inevitavelmente em crises cambiais.

Dizem que para o bom entendedor, meio palavra basta. Mas o relatório do FMI parece não acreditar na sabedoria das parêntias populares. Afirma de boca cheia e de forma reiterada que uma eventual (e provável) mudança ambiente financeiro internacional será inevitavelmente acompanhada de uma elevação dos rendimentos dos papéis do Tesouro americano e de uma ampliação dos *spreads* que incidem sobre os bônus dos países emergentes.

A má notícia: os países com alto endividamento público e passivos externos elevados e mais voláteis, estarão às voltas com vulnerabilidades, até agora “*mascaradas* pelo clima financeiro favorável”. A boa nova: diante das boas perspectivas de crescimento global e preços favoráveis do *commodities*, os riscos serão reduzidos para os que se prepararam para o choque e cuidaram de manter taxas de câmbio adequadas e reservas elevadas.