

Argentina, Brasil e México face à crise internacional

Pierre Salama^{A*}

Resumo

A crise não deveria chegar à América Latina segundo a maioria dos economistas e governantes: o conjunto de indicadores de vulnerabilidade teria melhorado em grande parte dessas economias. Todavia, a crise veio a instalar-se e, com o passar do tempo, se anuncia cada vez mais severa. Os indicadores de vulnerabilidade são insuficientes, contudo, para estabelecer prognósticos confiáveis. Torna-se necessário acrescentar-lhes indicadores de fragilidade mais fidedignos, tais como a apreciação da taxa de câmbio e outros que revelem as desigualdades. Quanto piores são estes indicadores, mais difícil se torna a resistência aos efeitos da crise e inversamente. Como a crise nos países desenvolvidos adquiriu um caráter sistêmico e seus indicadores de fragilidade encontram-se deteriorados, suas repercussões serão importantes nas economias emergentes, a despeito da melhora em seus indicadores de vulnerabilidade.

Palavras-chave: Vulnerabilidade. Fragilidade. Taxa de câmbio. Desigualdades. Especialização internacional. Contágio.

APRESENTAÇÃO

Desde que a crise dos créditos hipotecários explodiu e que a recessão começou a ser percebida com maior clareza nas economias desenvolvidas, muitos economistas consideraram que as economias emergentes não seriam ou seriam pouco afetadas. A melhora da maior parte dos indicadores de vulnerabilidade, bem como o bom nível dos fundamentos (excedentes da balança comercial, retomada do crescimento e manutenção de uma taxa de inflação em nível pouco elevado, diminuição mais ou menos pronunciada da pobreza) deveria preservar as economias latino-americanas dos efeitos nocivos

Abstract

According to most economists and those in power in Latin America the crisis was not going to happen: all the indicators of vulnerability had improved in most of these economies. However it did happen and day by day looked more and more severe. So indicators of vulnerability are not enough to establish reliable forecasts. More reliable indicators of weakness such as the estimation of the exchange rate and other very high equalities must also be taken into account. The worse these indicators are, the more difficult it is to stand up to the crisis and vice versa. Since the crisis in developed countries has taken on a systematic character and the signs of weakness are not very good, its repercussions will be high in emerging economies in spite of improved signs of vulnerability.

Keywords: Vulnerability. Fragility. Exchange rate. Inequalities. International specialisation. Contagion.

de um possível contágio. Alguns economistas consideraram que as economias emergentes de uma maneira geral, a China e a Índia mais particularmente, poderiam constituir uma "oportunidade" para as economias desenvolvidas e as ajudar a sair de suas respectivas crises. Tal era, por exemplo, a posição defendida pelos economistas da Goldman Sachs: a China, a Índia, "motores" do crescimento mundial, ofereciam mercados suficientes para compensar os efeitos negativos da crise financeira sobre a rentabilidade das empresas dos países desenvolvidos.

Assim, as economias emergentes, estando mais "sólidas" que antes e, portanto, menos vulneráveis,

^A Doutor em Economia pela Universidade Paris-Sorbonne; doutor honoris causa pela Universidade de Guadalajara (UDG) e pela Universidade Autónoma Metropolitana do México (UAM); professor de Economia Internacional na Universidade Paris 13 (Paris-Nord); pesquisador de problemas econômicos e sociais da América Latina; diretor científico da Revue Tiers Monde e do Grupo de Pesquisa sobre Estado, Internacionalização de Técnicas e Desenvolvimento (GREITD). frpierre.salama@univ-paris13.fr

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

sendo "motores" do crescimento, não somente não deveriam sofrer, ou pouco sofreriam a crise financeira; pelo contrário, essas economias poderiam "ajudar" os países desenvolvidos a ultrapassar os feitos negativos de suas crises financeiras sobre suas taxas de crescimento.

Outros economistas, ainda que muito raros, apresentavam essas proposições com maiores *nuances*: todos os países não se encontrariam

exatamente na mesma situação e, para ficarmos na América Latina, alguns deles estariam mais vulneráveis que outros, e para os mais prudentes, a amplitude da crise financeira atual se constitui em uma variável importante a ser levada em conta. Uma crise financeira "crescente" como aquela que afetou as bolsas ocidentais até a falência de Lehman Brothers (setembro de 2008) poderia não provocar efeitos de contágio, enquanto uma crise aberta, prevista por poucos economistas, pode ter "efeitos *tsunamis*" e, se transformando em crise sistêmica, pode afetar economias aparentemente saudáveis.

Desde então, revelando a arrogância da Finança e de seus teóricos (BOUQUINAT; BRIYS, 2009) que pensavam que poderíamos indefinidamente "produzir dinheiro a partir de dinheiro" com taxas extremamente elevadas, a História decidiu. Antes latente, a crise financeira explodiu e gerou uma crise econômica, uma montada na outra, se inserindo em um círculo que se tornou "vicioso". Busca de liquidez e "crédit crunch" precipitam a crise; inversamente, as intervenções massivas dos bancos centrais, em seguida as dos Estados, procuraram quebrar o círculo vicioso de um endividamento insustentável com a baixa drástica das capitalizações das empresas.

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

Apresentaremos sucessivamente "porque a crise não deveria acontecer", em seguida, "porque ela aconteceu". Ela não deveria acontecer dado que o conjunto de indicadores de vulnerabilidade tinha melhorado na maior parte das economias latino-americanas.

Ela aconteceu e com o passar dos dias ela se mostra cada vez mais severa. É a prova de que esses indicadores não são suficientes para que se possam estabelecer prog-

nósticos fiáveis. É necessário acrescentar indicadores de fragilidade. Para um dado nível de intensidade de crise nos países desenvolvidos, as fragilidades das principais economias latino-americanas dependem de suas respectivas políticas de taxa de câmbio passadas (quanto mais eles deixaram essas taxas apreciadas, mais eles se tornaram frágeis face à adversidade), de suas inserções na economia mundial (quanto menos elas se baseiam em produtos de alta e média tecnologia, mais suas capacidades de resistência são fracas), enfim, das desigualdades de renda (quanto mais elas são bipolarizadas, menos facilidade para substituir mercados externos em crise por um dinamismo de mercado interno). Quanto melhores os níveis dos indicadores, mais fácil será resistir à crise e inversamente. Como a crise nos países desenvolvidos adquiriu um caráter sistêmico e os indicadores de fragilidade não são muito bons, as suas repercussões serão importantes para essas economias emergentes, apesar de os indicadores de vulnerabilidade terem melhorado. As medidas contra cíclicas tomadas pelos governos, por mais necessárias que sejam, apenas poderão atenuar os efeitos de contágio e limitar os custos sociais sobre as categorias mais vulneráveis às crises, a saber, os pobres.

PORQUE A CRISE NÃO DEVERIA ACONTECER...

Um novo contexto: a globalização

Quando se evoca a globalização, em geral cometem-se dois erros. O primeiro consiste em confundir a globalização comercial com a globalização financeira. As duas são bem distintas. A primeira é

na maior parte dos casos muito menos avançada que a segunda. O segundo erro decorre do esquecimento de que se trata de um processo.

Isso que se chama globalização resulta de um longo processo de abertura que tocou o conjunto das economias do planeta². A internacionalização crescente das atividades se traduz por uma expansão generalizada das trocas, mais ou menos viva e regular segundo os países. Esta tendência se reforça desde os anos 1980. Assim, por exemplo, a percentagem de exportações e importações globais em relação ao PIB mundial que era de 27%, em 1986, passou a 36%, em 1996, depois a 50%, em 2006 (fonte: BIS e FMI). A globalização comercial não é, portanto, a livre troca cara aos economistas liberais. Ela se situa entre a abertura total das trocas comerciais e o isolamento. Ela não designa o fim do processo que seria esta abertura total³, ela é um momento de um processo. Dito isso, o que caracteriza a globalização após algumas décadas é sua avançada rapidez, já que o ritmo das trocas é próximo do dobro daquele do PIB, nesses 25 últimos anos.

Apesar do aumento substancial no grau de abertura do Brasil entre 1990 (11,7%) e 2004 (26,9%), seu peso no comércio internacional ainda se encontra em um nível marginal e relativamente estável entre 1975 (1,1%) e 2005 (1,1%)⁴. Esse peso cresce em seguida graças, sobretudo, ao importante aumento do curso para as matérias-primas até meados de 2008. O crescimento das exportações da China é muito mais rápido que a média mundial. Sua participação no comércio internacional, mais ou menos equivalente àquela do Brasil em 1975 (0,9%), se elevou fortemente para 1,9% em 1990, 3,9% em 2000 e alcançou 7,4% em 1995 (fonte: carta IEDI, 2006). A globalização comercial é, por-

tanto, mais rápida que a do Brasil. O Brasil se abre à economia mundial ao ritmo médio observado para o conjunto dos países, diferentemente da China. Tal foi o caso para a maior parte dos países, mesmo com exceções notáveis: o México, onde as exportações cresceram mais rapidamente que a média dos países latino-americanos graças à performance das indústrias de montagem⁵.

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

A globalização financeira é mais volátil que a globalização comercial, sobretudo no que concerne

² Com exceção de algumas economias, como é o caso da Birmânia.

³ A abertura completa não deve ser confundida com a livre troca. A abertura, seja qual for sua importância, é com efeito compatível com uma intervenção do Estado, enquanto que o segundo faz do mercado o único regulador. Uma economia pode então ser muito aberta; como o são algumas economias asiáticas, e conhecer um forte crescimento sem que por isso se possa dizer que ele resulta da livre troca. O forte crescimento é nesse caso o resultado de uma intervenção consequente do Estado, sobretudo no setor de exportação. Sobre esta distinção importante ver AKKERMAN, A.; TEUNISSEN, J. J. (Eds.) *Diversity in development. Reconsidering the Washington Consensus, Fondad, La Hague* e mais particularmente: Wing Thie Woo: "Serious Inadequacies of the Washington Consensus. Misunderstanding the Poor by Brightest". 2005, no mesmo livro.

⁴ Nós desenvolvemos esse ponto com KLIAS, P. (2007): "A globalização no Brasil: responsável ou *bouc émissaire*?". *Lusotopie*, n. 14, publicado em português na *Revista de Economia Política*, n. 34, 2008.

⁵ Taxa de crescimento médio das exportações.

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

Fonte: World Development Indicators, 2007.

aos investimentos em *portfolio*, e dentro dele mais particularmente os bônus e títulos de curto prazo, quer sejam privados ou públicos. Certos países procuram frear esta volatilidade, e ao fazerem isso os efeitos desestabilizadores impõem saídas de capitais no curto prazo. Outros dificultam as saídas de capitais domésticos⁶, mantendo a permissão para a saída de capitais estrangeiros para atraí-los.

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

A Argentina tem um comércio mais diversificado, um ritmo de crescimento muito elevado há alguns

⁶ Diante das crescentes dificuldades em transferir capitais ao estrangeiro, os especuladores usaram uma medida original, que consiste em comprar títulos nas bolsas estrangeiras, mesmo quando essas bolsas entraram em uma crise profunda, para revendê-los imediatamente. Dessa forma, os pesos argentinos foram convertidos em dólar. A reação do governo foi, de um lado, fornecer dólares a fim de evitar uma forte depreciação do peso e, de outro, impor aos adquirentes um congelamento de muitos dias para os títulos comprados, antes de revendê-los, esperando que a elevação do custo, decorrente da queda das bolsas estrangeiras somada à depressão provável do peso, iria frear as saídas de capitais... (BC argentino tenta conter fuga de capitais, 2008).

anos e um serviço da dívida externa restritivo: reembolso massivo de bônus creditados quando da gestão de sua dívida externa, substituindo antigos créditos, impossíveis de serem pagos por meio de empréstimos externos. Esse serviço da

dívida, mais difícil de ser liquidado em decorrência de importantes vencimentos em 2009, somente pode ser efetuado a partir das reservas acumuladas após 2003 e do saldo positivo de sua balança comercial. Ora,

esse último encontra-se em via de redução rápida com a redução dos preços das matérias-primas e da recessão mundial, o que torna difícil aumentar as exportações de produtos industriais⁷. Inversamente, pode-se acrescentar que a fraca inserção financeira da Argentina deveria protegê-la da especulação internacional. Em realidade, a situação é mais complexa. Herdeira de um liberalismo escorchante sob os governos Menem e De La Rúa, a internacionalização de sua economia é importante, sobretudo no que concerne aos investimentos estrangeiros diretos. Contrariamente ao que se poderia pensar, essa internacionalização se acentuou⁸, apesar dos conflitos com as transnacionais quando do lançamento do Plano de Convertibilidade.

Uma melhora dos indicadores de vulnerabilidade

Nesse ponto iremos centrar a análise sobre o Brasil. Os indicadores de vulnerabilidade externa levam em consideração diferentes linhas da balança de pagamentos. Três indicadores são em geral privilegiados: o primeiro é um indicador de fluxo, que procura medir as necessidades de financiamento externo; o segundo coloca em relação às reservas com

⁷ Acrescente-se que o abandono por lei do sistema de aposentadoria por capitalização (em crise) e sua substituição pelo sistema de repartição na Argentina, a fim de manter o nível de aposentadorias, deveria "ajudar" transitoriamente os poderes públicos argentinos a encontrar fontes de financiamento complementares para assegurar o serviço da dívida externa "esgotando" no capital das sociedades de capitalização.

⁸ Segundo Lozano e outros sobre as duzentas maiores empresas produzindo bens e serviços, 64% delas eram estrangeiras em 2005 contra 52,5% em 1997. O *chiffre d'affaires* (montante das transações) das empresas estrangeiras em relação àquele das duzentas maiores empresas aumentou de 64,1% para 75,8%, no mesmo período considerado. (LOZANO; RAMERI; RAFFO, 2007): "A cúpula empresarial argentina quando da crise: câmbio em 1997-2005" (documento CTA).

os fluxos; e o terceiro estabelece uma relação entre o passivo externo e seus componentes com o PIB⁹.

O primeiro indicador considera as necessidades de financiamento externo relativamente ao PIB. São levados em consideração o saldo da balança de contas correntes e o amortecimento da dívida externa no numerador e o PIB no denominador. No caso do Brasil, por exemplo, esse indicador foi, no período 1998-2002, em média, de 9% do PIB. Ele passa a 3,7% do PIB em média no período 2006-2007¹⁰. Existe, portanto, uma nítida melhora segundo esse indicador. Isso se explica fundamentalmente pelo aparecimento de um saldo positivo na balança comercial, após anos de déficit, uma diminuição do pagamento líquido dos juros da dívida externa, um aumento de dividendos pagos¹¹.

De 2004 a 2007, o saldo da balança de contas correntes é positivo e as necessidades de financiamento externo se explicam pelo amortecimento da dívida em via de diminuição. Somente em 2008 o saldo se torna negativo e se soma aos amortecimentos em nítida diminuição.

O segundo indicador estabelece uma relação das reservas sobre o PIB, depois sobre as importações, em seguida sobre a dívida externa bruta, enfim, sobre o serviço da dívida. O valor das reservas em relação ao PIB era de 5,28%, em 1998, e alcançou 13,73%, em 2007. O valor das reservas sobre as importações passou de 0,70 para 1,50 no mesmo período considerado. As reservas sobre a dívida bruta (estando excluídos os empréstimos intercompanhias) passaram de 0,20 a 0,93 nesse mesmo período. Enfim, o valor das reservas em relação ao serviço da dívida conheceu uma evolução semelhante, passando de 0,99 para 3,50 também

⁹ Para uma análise aprofundada, ver Ribeiro e Markwald (2008): Balança comercial e os déficits em transações correntes: de volta a vulnerabilidade externa? Em *Fórum Nacional*; Fórum especial: como ser o melhor dos BRICS. Estudos e pesquisas no 250. Igualmente De Paula, Castro Pires e Meyer (2008): Regime cambial, taxa de câmbio e estabilidade macroeconômica do Brasil. V Fórum da Fundação Getúlio Vargas, mimeo. Gonçalves (2008): Crise econômica: radiografia e soluções para o Brasil, mimeo, e (2006): A crise internacional e a América Latina, com referência ao caso do Brasil, mimeo. Pode-se igualmente ver A. Moreira, K. Rocha e R. Siqueira (2008): "O papel dos fundamentos domésticos na vulnerabilidade econômica dos emergentes", IPEA, Texto para discussão 1358, para uma análise comparativa de algumas economias latino-americanas com outras economias emergentes asiáticas e europeias.

¹⁰ Esses dados, bem como aqueles que se seguem, foram obtidos no Banco Central, salvo indicações contrárias.

¹¹ Em 1998, o pagamento dos juros da dívida externa, a transferência de dividendos ao estrangeiro e, enfim, os lucros repatriados correspondiam a 2,2% do PIB. Após ter aumentado sensivelmente, esse percentual diminuiu em seguida para alcançar em 2007 o mesmo nível de 1998. Mas em relação ao valor das exportações, a baixa é nítida, passando de 35,6% em 1998 para 18,2% em 2007; essa relação é ainda muito pronunciada quando se relaciona os pagamentos às reservas: 40,8% e 16,2%, nas mesmas datas.

em igual período. Essa relação alcançou 5,0 em 2008. E se considerarmos a relação das reservas sobre a dívida a curto prazo, se perceberá uma deterioração entre 1995 e 2000, quando ela se situava, em cada um desses anos, respectivamente, em 123,4% e 60,4%, se estabilizando em seguida em 64,6% até 2002, quando, a partir daí, passa a evoluir de forma positiva, já que ela sobe para 289% em 2007 e, graças à forte alta dos preços das matérias-primas, alcança 326% em junho de 2008. Todos os componentes desse indicador mostram uma nítida melhora da vulnerabilidade externa.

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

Como se irá observar, esse indicador (bruto e líquido) é, ainda que de maneira insuficientemente pertinente, provavelmente melhor que os precedentes para medir a vulnerabilidade externa. A decomposição do indicador bruto supre em parte a insuficiência do indicador tomado em sua totalidade. A porção dos investimentos diretos é de 32,8% do passivo externo bruto e a porção da dívida externa bruta é de 56,4%. Em 2007, a porção dos investimentos em *portfolio* – mais voláteis que os investimentos estrangeiros diretos – foi de 9,9%, enquanto a dos outros passivos é negligenciável. Em 2001, a composição é diferente: os investimentos em *portfolio* se elevam para 38,8% em lugar de 9,9% do total de passivos; de maneira inversa, a dívida externa bruta diminui em termos relativos, passando a 20,6% em lugar de 56,4% e os outros passivos se

elevam a 5,6%. A estrutura do passivo externo bruto revela uma vulnerabilidade mais elevada: tradução da elevação das bolsas ditas emergentes, os componentes mais voláteis são mais importantes.

Nos 25 últimos anos, o PIB *per capita* aumentou muito pouco e muitos economistas se interrogaram sobre as razões dessa tendência à estagnação econômica¹². Desde o início dos anos 2000, observa-se uma aceleração do crescimento, importante na Argentina, modesta no México e no Brasil, como se pode ver no quadro abaixo. Não entra em nosso propósito aqui analisar se se trata simplesmente de uma fase de crescimento mais sustentável em uma tendência de fraco crescimento, ou se se trata do início de uma nova tendência, superando a fase antecedente. Esta discussão, ainda que interessante, provavelmente ficou obsoleta, isso porque a crise apresenta uma natureza que pode provocar mudanças importantes no futuro.

Tabela 1
Taxas de crescimento – Argentina, Brasil e México
2003-2009

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

Perspectivas de crescimento cada vez mais sombrias.

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

Exceto para a Argentina¹³, este crescimento se fez com uma fraca alta dos preços, um maior controle do déficit público, e, com exceção do México,

¹² Apresentamos os debates e nossa contribuição própria a esta questão no primeiro capítulo de nosso livro de 2006: *Le Défi des Inégalités. [Une Comparaison Économique] Amérique Latine/Asie*, publicado pela La Découverte e traduzido em espanhol pela Siglo XXI em 2008.

¹³ O índice de preços elaborado pelo Indec na Argentina subestima sistematicamente e fortemente a inflação, a ponto de necessitar a construção de um novo índice. A razão oficial apresentada é que o indicador foi construído quando o peso valia um dólar na época da convertibilidade e que não foi modificado desde então. Isso significa que o valor dos bens foi mensurado a uma taxa de câmbio de um peso em lugar de três, aproximadamente.

ele foi acompanhado de um saldo positivo da balança comercial e de uma redução da dívida externa. Esses dados são conhecidos e disponíveis em todos os bancos de dados.

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

PORQUE A CRISE ACONTECE

Muito já se escreveu sobre as origens e causas da crise financeira nos países desenvolvidos. Esse não é o objetivo desse artigo¹⁴. Sublinhemos, entretanto, três pontos que facilitaram o desenvolvimento das bolhas especulativas e suas explosões: a adoção de regras contábeis valorizando os ativos a partir de seus preços de mercado (mark to mar-

ket), a possibilidade para os bancos de vender de maneira muito lucrativa os riscos tomados graças à concepção e à emissão de produtos financeiros cada vez mais sofisticados e os colocar fora de suas avaliações e, enfim, as formas para os menos "desopostos", retomando uma expressão de Bourgui-

¹⁴ Sugerimos os livros de Bourguinat e Bryis já citados, bem como o livro de Lordon (2008): *Jusqu'à Quand ? Pour en Finir Avec les Crises Financières*, editado pela Raison d'agir; e, sobretudo, o livro de Aglietta e Berrebi (2007): *Désordre Dans le Capitalisme Mondial*, editado pela Odile Jacob, escrito antes da explosão da crise.

nat e Bryis, de avaliar os riscos. Assim concebida, a engenharia financeira adquire uma lógica própria de entusiasmo: "[...] o crédito não é mais fundado nas perspectivas de rendas dos que se endividam, mas nas expectativas de valor de sua riqueza", observa Aglietta (2008). A razão

da dívida sobre a renda infla, quando deveria baixar em relação ao valor de mercado. Para retomar uma expressão de Mynski, chega-se muito rapidamente a um financia-

mento de tipo Ponzi e a instabilidade se mostra e se impõe brutalmente. O sistema implode: a explosão da bolha conduz a uma desvalorização brutal dos ativos e aquilo que favorecia ontem sua formação (a *equity value*, isto é, a diferença positiva entre o valor de mercado e o crédito acordado) se transforma em seu contrário (o valor de mercado desaba e se situa a partir de então abaixo do valor dos créditos a serem reembolsados). O retorno do ciclo provoca um ressecamento brutal da liquidez: as empresas financeiras buscam liquidez para financiar um risco que ontem, transferido e disseminado, encontrava-se fortemente reavaliado; as empresas não financeiras, com a desvalorização de suas capitalizações, veem toda uma série de taxas "passar ao vermelho", e se confrontam com uma falta crescente de liquidez. Os bancos cessam os empréstimos entre eles mesmos e a *fortiori* freiam brutalmente seus empréstimos às empresas. O *crédit crunch* transforma a crise financeira em uma crise econômica. A crise torna-se sistêmica, ela afeta até mesmo as empresas que tiveram uma gestão prudente, longe da manipulação, antes lucrativa, dos produtos financeiros. Ela se propaga com força além das fronteiras, por canais forjados pela globalização financeira.

Não está em nosso propósito aqui retomar e discutir esta teorização da crise financeira¹⁵, mas de deduzir dela uma abordagem diferente da fragilidade das economias latino-americanas.

¹⁵ Notemos assim mesmo que esta maneira de conceber a crise financeira difere profundamente da abordagem dos mercados eficientes e da (não) transparência da origem da crise, tal como define a corrente neoclássica. Retomando A. Orléan (2008): "Au-delà de la transparence de l'information, contrôler la liquidité", revista *Esprit*: "Para o paradigma da eficiência, a crise é antes de tudo questão de opacidade... Esta concepção é contestável. A transparência não é jamais suficiente para assegurar a estabilidade financeira, pois o mecanismo financeiro é por si mesmo produtor de instabilidades".

[...] o crédito não é mais fundado nas perspectivas de rendas dos que se endividam, mas nas expectativas de valor de sua riqueza

Todas as economias são afetadas pela crise, mesmo a China e a Índia. As bolsas latino-americanas conheceram quedas importantes e brutais e sua volatilidade aumentou fortemente, antes mesmo que as bolsas dos países desenvolvidos

tivessem submergido. Alguns analistas financeiros consideram que essas reversões importantes de tendência constituem um sinal prenunciador das dificuldades futuras para as bolsas dos

países desenvolvidos. Desde junho de 2008 o índice Bovespa cai, passando de 74000 a menos de 30000 ao longo do mês de outubro. O Mexbol, no México, passa do índice 32000 a menos de 17000 no mesmo período. Enfim, o Merval, na Argentina, após alcançar um pico de 2355 em novembro de 2007, mergulha e passa a 810 em outubro de 2008, e desde então, como as demais bolsas latino-americanas, conhece uma leve retomada e uma volatilidade elevada. Pouco tempo depois as taxas de câmbio conhecem evoluções similares¹⁶. Após anos de apreciação das moedas desses países, o real brasileiro conhece uma depreciação face ao dólar desde agosto (com uma baixa para 1,55 reais por um dólar), que se acelera em outubro (com um pico de mais de 2,5 reais por um dólar), passando depois por uma volatilidade muito forte, produzida em parte por intervenções consequentes do Banco Central. No México, por sua vez, a depreciação do peso face ao dólar aconteceu no início de agosto (caindo a menos de 9,85 por um dólar), se acelerou em outubro (pico a 14,30), para depois uma forte volatilidade (para o conjunto desses dados, fonte: BBSP). As reservas do Banco Central diminuem, sendo elas utilizadas para financiar a deterioração da situação externa (balança comercial negativa no México, balança de contas correntes tornando-se levemente negativa no Brasil, saída de capitais de títulos de investimentos diretos desses países para o estrangeiro), mas também para evitar a continuidade da depreciação das moedas nacionais face ao dólar.

¹⁶ Na Argentina, as evoluções são menos pronunciadas. O peso argentino foi mantido em um nível relativamente depreciado, diferentemente das outras moedas latino-americanas, e a depreciação foi mais fraca.

elevam a 5,6%. A estrutura do passivo externo bruto revela uma vulnerabilidade mais elevada: tradução da elevação das bolsas ditas emergentes, os componentes mais voláteis são mais importantes.

Nos 25 últimos anos, o PIB *per capita* aumentou muito pouco e muitos economistas se interrogaram sobre as razões dessa tendência à estagnação econômica¹². Desde o início dos anos 2000, observa-se uma aceleração do crescimento, importante na Argentina, modesta no México e no Brasil, como se pode ver no quadro abaixo. Não entra em nosso propósito aqui analisar se se trata simplesmente de uma fase de crescimento mais sustentável em uma tendência de fraco crescimento, ou se se trata do início de uma nova tendência, superando a fase antecedente. Esta discussão, ainda que interessante, provavelmente ficou obsoleta, isso porque a crise apresenta uma natureza que pode provocar mudanças importantes no futuro.

Tabela 1
Taxas de crescimento – Argentina, Brasil e México
2003-2009

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

Perspectivas de crescimento cada vez mais sombrias.

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

Exceto para a Argentina¹³, este crescimento se fez com uma fraca alta dos preços, um maior controle do déficit público, e, com exceção do México,

ele foi acompanhado de um saldo positivo da balança comercial e de uma redução da dívida externa. Esses dados são conhecidos e disponíveis em todos os bancos de dados.

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

PORQUE A CRISE ACONTECE

Muito já se escreveu sobre as origens e causas da crise financeira nos países desenvolvidos. Esse não é o objetivo desse artigo¹⁴. Sublinhemos, entretanto, três pontos que facilitaram o desenvolvimento das bolhas especulativas e suas explosões: a adoção de regras contábeis valorizando os ativos a partir de seus preços de mercado (mark to mar-

ket), a possibilidade para os bancos de vender de maneira muito lucrativa os riscos tomados graças à concepção e à emissão de produtos financeiros cada vez mais sofisticados e os colocar fora de suas avaliações e, enfim, as formas para os menos "desopostos", retomando uma expressão de Bourgui-

nat e Bryis, de avaliar os riscos. Assim concebida, a engenharia financeira adquire uma lógica própria de entusiasmo: "[...] o crédito não é mais fundado nas perspectivas de rendas dos que se endividam, mas nas expectativas de valor de sua riqueza", ob-

serva Aglietta (2008). A razão da dívida sobre a renda infla, quando deveria baixar em relação ao valor de mercado. Para retomar uma expressão de Mynski, chega-se muito rapidamente a um financiamento de tipo Ponzi e a instabilidade se mostra e se impõe brutalmente. O sistema implode: a explosão da bolha conduz a uma desvalorização brutal dos ativos e aquilo que favorecia ontem sua formação (a *equity value*, isto é, a diferença positiva entre o valor de mercado e o crédito acordado) se transforma em seu contrário (o valor de mercado desaba e se situa a partir de então abaixo do valor dos créditos a serem reembolsados). O retorno do ciclo provoca um ressecamento brutal da liquidez: as empresas financeiras buscam liquidez para financiar um risco que ontem, transferido e disseminado, encontrava-se fortemente reavaliado; as empresas não financeiras, com a desvalorização de suas capitalizações, veem toda uma série de taxas "passar ao vermelho", e se confrontam com uma falta crescente de liquidez. Os bancos cessam os empréstimos entre eles mesmos e a *fortiori* freiam brutalmente seus empréstimos às empresas. O *crédit crunch* transforma a crise financeira em uma crise econômica. A crise torna-se sistêmica, ela afeta até mesmo as empresas que tiveram uma gestão prudente, longe da manipulação, antes lucrativa, dos produtos financeiros. Ela se propaga com força além das fronteiras, por canais forjados pela globalização financeira.

Não está em nosso propósito aqui retomar e discutir esta teorização da crise financeira¹⁵, mas de deduzir dela uma abordagem diferente da fragilidade das economias latino-americanas.

¹² Notemos assim mesmo que esta maneira de conceber a crise financeira difere profundamente da abordagem dos mercados eficientes e da (não) transparência da origem da crise, tal como define a corrente neoclássica. Retomando A. Orléan (2008): "Au-delà de la transparence de l'information, contrôler la liquidité", revista *Esprit*: "Para o paradigma da eficiência, a crise é antes de tudo questão de opacidade... Esta concepção é contestável. A transparência não é jamais suficiente para assegurar a estabilidade financeira, pois o mecanismo financeiro é por si mesmo produtor de instabilidades".

Todas as economias são afetadas pela crise, mesmo a China e a Índia. As bolsas latino-americanas conheceram quedas importantes e brutais e sua volatilidade aumentou fortemente, antes mesmo que as bolsas dos países desenvolvidos tivessem submergido. Alguns

[...] o crédito não é mais fundado nas perspectivas de rendas dos que se endividam, mas nas expectativas de valor de sua riqueza

analistas financeiros consideram que essas reversões importantes de tendência constituem um sinal prenunciador das dificuldades futuras para as bolsas dos países desenvolvidos. Desde junho de 2008 o índice Bovespa cai, passando de 74000 a menos de 30000 ao longo do mês de outubro. O Mexbol, no México, passa do índice 32000 a menos de 17000 no mesmo período. Enfim, o Merval, na Argentina, após alcançar um pico de 2355 em novembro de 2007, mergulha e passa a 810 em outubro de 2008, e desde então, como as demais bolsas latino-americanas, conhece uma leve retomada e uma volatilidade elevada. Pouco tempo depois as taxas de câmbio conhecem evoluções similares¹⁶. Após anos de apreciação das moedas desses países, o real brasileiro conhece uma depreciação face ao dólar desde agosto (com uma baixa para 1,55 reais por um dólar), que se acelera em outubro (com um pico de mais de 2,5 reais por um dólar), passando depois por uma volatilidade muito forte, produzida em parte por intervenções consequentes do Banco Central. No México, por sua vez, a depreciação do peso face ao dólar aconteceu no início de agosto (caindo a menos de 9,85 por um dólar), se acelerou em outubro (pico a 14,30), para depois uma forte volatilidade (para o conjunto desses dados, fonte: BBSP). As reservas do Banco Central diminuem, sendo elas utilizadas para financiar a deterioração da situação externa (balança comercial negativa no México, balança de contas correntes tornando-se levemente negativa no Brasil, saída de capitais de títulos de investimentos diretos desses países para o estrangeiro), mas também para evitar a continuidade da depreciação das moedas nacionais face ao dólar.

¹⁶ Na Argentina, as evoluções são menos pronunciadas. O peso argentino foi mantido em um nível relativamente depreciado, diferentemente das outras moedas latino-americanas, e a depreciação foi mais fraca.

¹² Apresentamos os debates e nossa contribuição própria a esta questão no primeiro capítulo de nosso livro de 2006: *Le Défi des Inégalités, [Une Comparaison Économique] Amérique Latine/Asie*, publicado pela La Découverte e traduzido em espanhol pela Siglo XXI em 2008.

¹³ O índice de preços elaborado pelo Indec na Argentina subestima sistematicamente e fortemente a inflação, a ponto de necessitar a construção de um novo índice. A razão oficial apresentada é que o indicador foi construído quando o peso valia um dólar na época da convertibilidade e que não foi modificado desde então. Isso significa que o valor dos bens foi mensurado a uma taxa de câmbio de um peso em lugar de três, aproximadamente.

¹⁴ Sugerimos os livros de Bourguinat e Bryis já citados, bem como o livro de Lordon (2008): *Jusqu'à Quand ? Pour en Finir Avec les Crises Financières*, editado pela Raison d'agir; e, sobretudo, o livro de Aglietta e Berrebi (2007): *Désordre Dans le Capitalisme Mondial*, editado pela Odile Jacob; escrito antes da explosão da crise.

A sequência é então a seguinte: queda pronunciada das bolsas, precedendo as quedas das bolsas dos países desenvolvidos, depois, retardada depreciação forte das moedas face ao dólar, sobretudo quando a crise financeira explode. A originalidade da crise financeira

vem ao mesmo tempo de seu caráter anunciador para os países desenvolvidos e de sua aceleração quando a crise explode. Estamos, portanto, longe dos esquemas previstos pela maior parte dos economistas.

Os indicadores de vulnerabilidade que expomos são pouco pertinentes para medir a fragilidade dessas economias quando explode uma crise sistêmica. Eles têm utilidade, sobretudo, nos períodos de não crise internacional. Assim, é preciso que se desenvolva de maneira complementar novos indicadores de fragilidade. É sobre isso que iremos expor. Esses indicadores traduzem a fragilidade dos novos regimes de crescimento adotados com a ação – com mais ou menos intensidade segundo os países – e “recomendações” do Consenso de Washington, nos anos 1990, visando liberar os mercados. As novas fragilidades têm a ver, de um lado, com os efeitos combinados de uma apreciação das taxas de câmbio e de uma retração relativa do Estado em matéria de política industrial, e, de outro, com as restrições decorrentes dos movimentos de liberalização das trocas comerciais e financeiras; enfim, as muito fortes desigualdades de rendimentos. Para um dado nível de crise internacional e de relativamente bons indicadores de vulnerabilidade, quanto piores são os indicadores de fragilidade, mais fortes serão as repercussões da crise dos países desenvolvidos sobre as principais economias latino-americanas e mais difícil será colocar em prática políticas contra cíclicas eficazes.

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

Os efeitos perniciosos de uma valorização da taxa de câmbio

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

[...] quanto piores são os indicadores de fragilidade, mais fortes serão as repercussões da crise dos países desenvolvidos sobre as principais economias latino-americanas

1. Com a aplicação das principais recomendações do Consenso de Washington, a economia torna-se fortemente e subitamente liberalizada nos anos 1990. As economias, fortemente fragilizadas

por anos de hiperinflação e de redução às vezes massiva de seus fluxos de investimento nos anos 1980, vão, desde então e ao mesmo tempo, sofrer destruição de partes de seu aparelho produtivo, importação massiva de segmentos antes produzidos localmente, déficit considerável de sua balança comercial, uma modernização enfim em uma segunda etapa de certas franjas de seu tecido industrial. O serviço da dívida, não podendo ser efetuado a partir de um excedente da balança comercial, vai depender da entrada de capitais. Nos anos 1990, a taxa de juros vai se tornar assim a verdadeira “variável de controle” e o regime de crescimento instituído com a liberalização tenderá a funcionar como uma economia cassino (para retomar uma expressão de Keynes) na origem de uma grande volatilidade do PIB e de uma incapacidade de reduzir a pobreza. A taxa de câmbio conhece uma grande volatilidade. Fixa nominalmente, ela tende a se valorizar em termos reais e conhece profundas desvalorizações quando das crises financeiras.

Nos anos 2000, a situação tende a se inverter, o crescimento é mais elevado e a volatilidade mais fraca (com exceção da Argentina no início do milênio). Os efeitos positivos da liberalização aparecem com a modernização do tecido industrial e a balança comercial torna-se positiva (com exceção do México). A taxa de câmbio, tornada flexível, tanto nominal quanto real, se valoriza novamente para o conjunto de países. Esta valorização é mais ou menos contida na Argentina e muito menos no México e no Brasil. Ela não é compensada por uma elevação das taxas de importação e das subvenções às exportações, como foi o caso no passado, quando,

graças à substituição das importações, o crescimento foi particularmente elevado e durável¹⁷.

2. Numerosos estudos mostram os efeitos negativos de uma apreciação da taxa de câmbio sobre a rentabilidade do capital e o crescimento (IBARRA, 2008). A tese central é a seguinte: a apreciação da taxa de câmbio torna difíceis as exportações, exceto as de matérias-primas, e somente uma maior competitividade pode compensar essa desvantagem. Afora as matérias-primas, as exportações aumentam, mas o ritmo é moderado se comparado àquele das economias asiáticas. As importações, facilitadas por esta apreciação da moeda nacional e pela redução massiva dos direitos de importação, aumentam igualmente.

Duas constatações se destacam desse duplo processo. A primeira concerne ao valor agregado das exportações. Sem ir até o caso extremo do México e de suas indústrias de montagem, o valor agregado diminui em razão do aumento dos *inputs* e dos bens de equipamentos importados mais do que eram antes. Mais grave é a incapacidade de desenvolver produtos de alta tecnologia. Ora, como observava Lall (2004), a impulsão das exportações de produtos de alta tecnologia é bem mais rápida que a média das exportações de produtos industriais: 7,3% nos países industriais contra 16,5% nos países em desenvolvimento, entre 1980 e 2000. Nem todos os países em desenvolvimento conhecem essas evoluções, longe disso. Elas são concentradas em alguns países, quase que exclusivamente os asiáticos¹⁸. São as exportações desse tipo que permitem uma inserção sólida na economia mundial e diminuem a vulnerabilidade externa dos países que as podem desenvolver. Com efeito, as exportações

com conteúdo tecnológico elevado se caracterizam por uma elasticidade da demanda em relação à renda elevada em um plano mundial e são suscetíveis de provocar importantes efeitos de estímulo sobre os ramos industriais (*backward effect linkage*).

Como aponta a experiência das economias asiáticas, sua elevação não decorre do livre jogo de mercado, mas da intervenção indireta do Estado

Como aponta a experiência das economias asiáticas, sua elevação não decorre do livre jogo de mercado, mas da intervenção indireta do Estado, tanto no plano da política industrial (política considerada

de vigilância de nichos acompanhada de taxa de juros preferencial, subvenções temporais e seletivas, etc.) como de seu acompanhamento no plano das infraestruturas físicas (transporte, energia, etc.) e das humanas (educação, saúde). Em tal caso, o crescimento é chamado de “vão dos gansos selvagens”. De forma inversa, a dificuldade em favorecer a elevação das exportações com conteúdo tecnológico elevado caracteriza os modos de crescimento do tipo *canards sauvages* (NdT: “empresas pouco eficientes”). Os efeitos sobre o crescimento das exportações são então fracos, a relação entre o grau de abertura mais elevado e o forte crescimento não se verifica¹⁹.

3. Se tomarmos o caso do Brasil, país cuja economia é a mais avançada em termos de tecnologia, a maior parte das exportações encontra-se ainda centrada em produtos com fraco, ou médio, grau tecnológico. A grande elevação das exportações brasileiras após o ano 2000 é devida, principalmente, a bens manufaturados que incorporam um nível tecnológico baixo ou “médio-baixo” e a bens não industriais (*agrobusiness*) com fraco valor agregado e com nível tecnológico também fraco²⁰.

¹⁹ Sobre essas questões, ver Lall, 2004, op. cit., Palma, 2006, Palma, G. (2004), “Flying – geese na lame-ducks: regional powers and the different capabilities of Latin America and East Asia to demand – adapt and supply-upgrade their export productive capacity”, Oxford University, mimeo, Oxford, publicado em parte na Revista Tiers Monde (2006, n°186): “Stratégies actives et stratégies passives d’exportation en Amérique latine et en Asie orientale” et P.Salama, 2006, Le défi des inégalités...op.cit.

²⁰ A estrutura das exportações em 2007 é a seguinte:

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

Fonte: World Development Indicators, 2007.

¹⁷ Como sublinha Bresser Pereira (2009) em seu livro *Mondialisation et Compétition, Pourquoi Quelques Pays Emergents Réussissent Alors Que d’Autres Non*, editado pela La Découverte. Assim sendo, a prática das subvenções e das taxas de importações mostrou igualmente seus limites em certos momentos, quando essa prática permitiu o nascimento de um desperdício de recursos e suscitou uma fraca eficácia. Em vez de colocar em ação uma “aposta sobre estruturas novas”, esta política pôde então se transformar em seu contrário e favorecer comportamentos rentistas.

¹⁸ O México parece exportar produtos classificados como de alta tecnologia, mas se trata mais de uma ilusão estatística que de uma realidade: o valor agregado é extremamente fraco, os produtos são, sobretudo, montados. É para evitar esse gênero de ilusão que novos indicadores são construídos. Ver por exemplo S. Lall, J. Weiss e J. Zhang (2005): *The Sophistication of Exports, a New Measure of Product Characteristics*, no QEH, Working paper no. 123, Li Cui (2007): “Is China changing its stripes? The shifting structure of China’s external trade is implications”, FMI.

País essencialmente urbano, a Argentina possui um tecido industrial relativamente complexo. Contrariamente ao que muitas vezes é afirmado, a economia argentina não é "primarizada"²¹ 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 fortemente para tanto. A estrutura e evolução de suas exportações testemunham isso. Em 1997, à véspera da grande crise (1998-2002) que conduziria ao abandono do plano de convertibilidade (fim de 2001) e, portanto, ao fim da paridade dólar-peso, as exportações de produtos manufaturados de origem industrial correspondiam a 31% do total das exportações, as de produtos primários, excetuado combustíveis, a 24% e as de produtos manufaturados de origem agrícola entre 34 e 35%, o restante representando combustíveis. Dez anos mais tarde, as exportações totais mais que dobraram em valor, passando de 26,4 bilhões de pesos, em 1997, para 55,7 bilhões, em 2007. A composição dessas exportações ficou relativamente estável: 31% para os produtos manufaturados de origem industrial, 22% para os produtos primários, exceto combustíveis, e 34 a 35% para os produtos manufaturados de origem agrícola. Isso ocorreu apesar da forte alta do preço das matérias-primas de origem agrícola²².

Se é, portanto, um pouco redutor caracterizar a Argentina de hoje como uma economia "primarizada", não se pode esquecer que as exportações manufaturadas desse país não são compostas de produtos de alta tecnologia. A Argentina paga o preço de uma política de sobreapreciação da taxa de câmbio real durante o plano de convertibilidade ao longo dos anos 1990, que enfraqueceu um setor

²¹ Não existe uma definição científica da "primarização". Pode-se considerar, no entanto, que uma economia é "primarizada" se a parte de suas exportações de produtos primários nas exportações totais é predominante, e que ela está em curso de "primarização" se esta parte tende a aumentar de maneira significativa.

²² De maneira geral, no período 2002-2007, observa-se que 40% da alta das exportações deveu-se a um efeito preço, cerca de 40% a um efeito quantidade e 20% à combinação desses dois efeitos. O efeito preço encontra-se, sobretudo, concentrado nos produtos primários (+21%) e nos produtos manufaturados de origem agrícola (+24%). Esse percentual é menor nos produtos manufaturados de origem industrial (+3% de 2006 a 2007, por exemplo). Com base nessas estatísticas, pode-se então concluir que a parte em volume dos produtos manufaturados de origem industrial teria aumentado e aquela das outras exportações diminuído. Esta progressão relativa corresponde igualmente a um forte crescimento em termos absolutos, isso porque as exportações totais foram fortemente aumentadas, tal como já indicamos. (O conjunto desses dados vem de um estudo elaborado por J. Scharzer e sua equipe do DESOA da UBA a partir de estatísticas do Indec).

industrial já debilitado por anos de hiperinflação e pela política ultraliberal da ditadura. Após a muito forte desvalorização, no início dos anos 2000 e no 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, sobretudo face à ausência de uma política industrial consequente.

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

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

Para esses três países, a depreciação da taxa de câmbio tem pouca chance de estimular o arranque das exportações manufatureiras, de modificar seu conteúdo aumentando seu valor agregado, e provocar o crescimento, em razão da crise econômica que alcançou os países que comercializam com eles²³. Entretanto, o retorno do Estado na economia e a depreciação da taxa de câmbio limitarão os efeitos negativos da crise. Esses países encon-

tram-se submetidos a uma "dupla pena"²⁴: eles sofrem com a crise internacional porque a economia é crescentemente globalizada e eles sofrem tanto mais por terem aceito, com exceção da Argentina nos anos 2000, que sua taxa de câmbio se apreciava e por terem atribuído, em graus diversos – o Brasil menos que os outros países –, cada vez menos interesse por uma política industrial.

É possível remediar a falta de vitalidade da demanda internacional por um dinamismo maior do mercado interno?

Novas "regras do jogo" e seus efeitos sobre a distribuição dos rendimentos

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

1. As novas "regras do jogo" que regem a economia mundial são relativamente conhecidas. Com a liberalização comercial, a restrição de preço exerce efeito mais fortemente que no passado, quando era possível compensar uma insuficiente competitividade por um protecionismo e/ou por subvenções consequentes, ou ainda por manipulações da taxa de câmbio. Estas políticas são mais difíceis de ser postas em ação. O preço internacional sobre tal ou qual produto é o objetivo a ser alcançado, e talvez ultrapassado. É isso que explica fundamentalmente a desaceleração da alta dos preços, a busca de bolsos de produtividade por meio de uma diminui-

²³ Sobre esse ponto ver D. Azpiazu e M. Schorr na página 12 de 10/12/2008: "Debate sobre o dólar alto". Trata-se de um ponto importante que não poderemos desenvolver aqui. A relação taxa de câmbio – exportação (quantidade, qualidade) não é reversível. Uma taxa de câmbio apreciada limita o avanço das exportações e, sobretudo, apresenta uma tendência a reduzir seus valores agregados. Como já vimos uma depreciação não provoca necessariamente o efeito inverso e na mesma altura, os resultados dependem da dinâmica da demanda mundial, mais fraca em período de crise internacional. Ela, entretanto permite que a taxa de crescimento das exportações baixe menos.

²⁴ Esta expressão é utilizada na França para designar a segunda sanção (expulsão do território), que sofrem os trabalhadores imigrados condenados a uma pena de prisão.

ção dos tempos mortos e uma reorganização do trabalho com maior flexibilidade, além de uma utilização de bens de equipamento de melhor desempenho, no mais das vezes importados. É isso que, em parte, explica o recuo dos salários em relação

ao aumento da produtividade e a concorrência com países de baixos salários²⁵ utilizando tecnologias mais sofisticadas que no passado e impulsionados a reduzir a alta do custo unitário do trabalho, ao exer-

cer pressões sobre a progressão dos salários.

Com a liberalização financeira, essas restrições sobre os custos do trabalho exercem seus efeitos mais fortemente. A "voracidade" das finanças favorece a busca de taxas de rentabilidade extremamente elevadas. Quando se analisa a repartição do valor agregado das empresas não financeiras, observa-se, em graus mais ou menos pronunciados, tanto nos países desenvolvidos como nas economias latino-americanas, uma redução da parte dos salários e um aumento da parte dos lucros no último quarto do século XX. No interior dos lucros, os dividendos e os juros pagos ocupam uma parte crescente. O resultado é que muitas vezes, ainda que aumente a parte dos lucros, aquela reservada aos lucros que serão reinvestidos fica estável ou aumenta muito pouco, revelando-se insuficiente para produzir uma taxa de crescimento elevada e durável.

2. O aumento do crédito destinado às famílias pode suprir a insuficiência dos salários? Sabe-se que nos países desenvolvidos, e mais particularmente nos Estados Unidos, a tendência à estagnação econômica que teria resultado da insuficiência da demanda de bens de consumo, pela ausência de aumentos dos salários no ritmo da produtividade e da incapacidade em aumentar os mercados externos, foi contrabalançada pela alta muito forte do crédito e pelo desaparecimento da poupança familiar. A alta do crédito ("a todo preço" e graças à

²⁵ Dados recentes, elaborados pelo Bureau of Labor Statistics (maio de 2004), mostram que as diferenças de salário são importantes mesmo no México: o custo hora na indústria manufatureira é de 0,6 dólares na China, contra 21,37 nos Estados Unidos, 19,02 no Japão, 2,61 no México e 0,3 na Índia em 2002. É isso que explica que para produtos não ponderados assiste-se à transferência de usinas instaladas no México para a China ou Vietnam, o peso dos custos de transportes sendo mais que compensados pela diminuição dos custos unitários do trabalho, combinando salário e produtividade.

montagem de produtos financeiros cada vez mais sofisticados, que ao transferir riscos de *default* tornam esses produtos ainda mais lucrativos) permitiu que a rentabilidade do capital pudesse crescer e financiar a alta dos lucros financeiros, e aumentar a taxa de investimento.

Isso certamente favoreceu o crescimento por algum tempo, até que a crise dos *subprimes* se traduzisse em uma desconfiança generalizada em relação ao conjunto dos produtos sofisticados, e em um *crédit crunch*, responsável pela mutação da crise financeira em uma crise no setor real da economia.

Esse não é o caso na América Latina: o crédito às famílias é muito fraco, sobretudo quando se compara àquele prevalente nos países desenvolvidos e nas economias asiáticas e àquele concedido às empresas²⁶; mesma coisa quanto ao financiamento a partir de bônus emitidos no mercado financeiro²⁷. A partir de um nível pouco elevado, o crédito aumentou fortemente no Brasil esses últimos anos e, levando em consideração a desaceleração recente, ele alcançou 40% do PIB em novembro de 2008 (fonte: Bradesco), mas ainda é fraco. O custo do crédito é em geral elevado, principalmente no Brasil. Ele serve, sobretudo, para financiar no curto prazo a demanda das famílias e o capital circulante das empresas. O financiamento do investimento, fora o autofinanciamento, é feito pelos bancos do Estado (BNDES no Brasil) a uma taxa mais ou menos reduzida em relação àquela oferecida pelos bancos. Esta via abre a possibilidade de colocar em ação uma política industrial, quando o banco de Estado é importante, como é o caso no Brasil. Para as grandes empresas pode-se dispor do acesso aos finan-

²⁶ Enquanto as empresas dos países desenvolvidos financiam seus ativos em 70% por autofinanciamento, 20% por endividamento e 10% por emissão de ação, na América Latina dos anos 1990 esses números são 80% por autofinanciamento e 20% para as demais formas. Para uma análise detalhada feita no que concerne ao conjunto dos créditos (tanto para o capital fixo, isto é, o investimento, quanto para o capital circulante) feitos pelos bancos às empresas privadas veja Peltier (2005), onde são sublinhadas as diferenças entre as economias asiáticas e latino-americanas: em média, créditos ao setor privado em porcentagem do PIB são estimados em 72% em 2004 na Ásia (considerando China e Índia) e em 30% na América Latina na mesma data.

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

ciamentos nos mercados financeiros estrangeiros. A expressividade do sistema financeiro latino-americano (Argentina, Brasil, Bolívia, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Panamá, Peru, Uruguai e Venezuela) é da

ordem de 133% do PIB, de 405% nos Estados Unidos e de 208% nas economias asiáticas emergentes (Coreia do Sul, Filipinas, Indonésia, Malásia e Tailândia). O que particulariza os mercados financeiros

latino-americanos é sua composição: os títulos da dívida pública representam 42% do PIB, ou seja, um terço do conjunto dos produtos financeiros, as ações representam 46%, os títulos da dívida privada 13%, ficando o restante representado pelos depósitos bancários (fonte: Mc Kinsey).

A alta recente da razão entre o crédito e o PIB compensou em parte o recuo da alta dos salários em relação à produtividade. Mas, sendo fraca a razão crédito-PIB, seus efeitos foram limitados. A demanda doméstica por inúmeros produtos é relativamente insuficiente, em razão das desigualdades particularmente elevadas²⁸ e de uma incapacidade em desenvolver exportações de produtos industriais em um ritmo suficientemente elevado. É isso que explica, em parte, a fraca taxa de investimento²⁹ e

²⁸ Lembremos que os coeficientes de Gini são muito elevados na América Latina, como se pode ver na Tabela abaixo. Além das desigualdades, é preciso levar em conta a dimensão absoluta das demandas para analisar a rentabilidade dos capitais. Um país como o Brasil, fortemente povoado, tem mais vantagem, em possibilidade, de captar economias de escala que um país como a Argentina, menos povoado, embora seja menos que a China, mais povoado e tornado profundamente desigual em poucos anos.

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

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

²⁹ A taxa de formação bruta de capital fixo ainda é fraca, como se pode ver abaixo:

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

Fonte: World Development Indicators, 2007.

a dificuldade em obter uma alta durável do crescimento em um nível comparável àquele dos países asiáticos. O crescimento mais importante se choça então com capacidades ociosas de produção, uma insuficiência de infraestruturas energéticas e de transporte, resultado dos fracos investimentos efetuados no passado.

3. Poder-se-ia pensar que o aspecto positivo da fraqueza relativa dos créditos e dos títulos emitidos seria uma menor permeabilidade à crise financeira internacional. De fato, isso é esquecer dois pontos importantes. O primeiro é o acesso das grandes empresas aos mercados financeiros internacionais e aos produtos sofisticados, que aí são desenvolvidos. Para se cobrirem, as empresas fazem, por exemplo, operações de *swap*, quando não fazem compra e venda de produtos derivados. À véspera da explosão da crise de câmbio no Brasil, e na linha da apreciação do real face ao dólar, as empresas, tais como Sadia, Aracruz e Votorantim, tinham apostado em 1,70 reais por um dólar; ora, o dólar ultrapassou 2,30 ou mesmo 2,5 reais. Elas perderam somas consideráveis: 750 milhões de reais, 1,95 bilhões de reais e 2,02 bilhões, respectivamente. O segundo ponto, mais importante, concerne à relação estoque-fluxo. O estoque dos títulos estrangeiros não se limita aos créditos, mas aos investimentos passados, tanto diretos quando os de *portfolio* (ações, bônus públicos e privados). Nesse contexto de ressecamento da liquidez provocado pela crise, as empresas multinacionais vão privilegiar a venda de certos ativos nos mercados financeiros emergentes, o repatriamento de seus lucros em lugar do reinvestimento, e/ou a compra de ações e 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, as saídas de capitais do setor privado não financeiro na Argentina teriam sido de US\$ 7.786 bilhões (fonte: Indec) e, segundo La Nación de 19/12/2008, ao se levar em conta os efeitos da falência de Lehman Brothers e as reações provocadas pela nacionalização do sistema de capitalização das aposentadorias ainda não contabilizadas pelo Indec, é preciso acrescentar a esse número US\$ 5 bilhões em outubro. Para o conjunto do ano, a avaliação prevista pelos analistas finan-

ceiros argentinos é que saídas de capital se elevariam a US\$ 20 bilhões na Argentina, o que, ainda que provavelmente exagerado, dá uma ideia da amplitude das fugas de capitais e das consequências sobre o crescimento para 2009 na Argentina. Segundo o Banco Central do Brasil, os investidores retiraram US\$ 6,05 bilhões da bolsa em outubro de 2007, aos quais convém acrescentar a retração de US\$ 1,7 bilhão em títulos de renda fixa. A magnitude dessas retiradas diminuiu em novembro, mas não se pode deduzir daí um retorno a uma situação saneada³⁰. Trata-se de somas consideráveis que explicam, ao mesmo tempo, a queda da capitalização da bolsa, a forte depreciação das moedas face ao dólar que indicamos para os três países analisados, o desenvolvimento do *crédit crunch*.

As desigualdades de rendimentos são fortes. A dinamização de uma demanda sem vitalidade através do crédito, limitada ontem, também não é possível hoje, dado o ressecamento da liquidez. A eficácia da política redistributiva, tal como é aplicada na América Latina, é relativa. Em trabalho recente, a OCDE constata que os coeficientes de Gini antes e depois das transferências sociais e impostos ficam muito próximos um do outro, diferentemente do que se observa nos países europeus³¹: a diferença entre os coeficientes de Gini (antes e depois das transferências e impostos) é de 2 pontos na América Latina contra 15 pontos na Europa. O conjunto desses fatores explica que sem política redistributiva consequente, que diminua sensivelmente as desigualdades, torna-se difícil imaginar que a perda de dinamismo dos mercados externos possa ser compensada por um crescimento do dinamismo de seus mercados internos.

³⁰ É difícil de ler nos balanços de pagamento com precisão o que são os movimentos de capitais no ano em curso, a fortiori nos últimos meses, principalmente para tudo o que concerne a não renovação de bônus vencidos e os movimentos decorrentes de produtos derivados, que se encontram, às vezes, na linha "erros e omissões" que inflam subitamente. Muitas vezes os números são dados de forma líquida, mas seria mais interessante tê-los de forma bruta; por outro lado, a evolução das reservas do Banco Central não é suficiente se o balanço de contas correntes é deficitário. Além disso, a volatilidade da taxa de câmbio não traduz necessariamente aquela dos movimentos de capitais, em razão da intervenção do Banco Central para defender a taxa de câmbio de sua moeda. Esta intervenção pode ser forte em certos momentos, moderada em outros, sem que isso tenha uma relação constante com a volatilidade da bolsa.

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

CONCLUSÃO

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

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

A capacidade de resistência dessas economias à crise internacional será reforçada se a intervenção do Estado é ou vier a ser consequente. Uma verdadeira ruptura com o passado deve, portanto, acontecer para limitar os efeitos negativos do contágio, tanto ao nível da política monetária (a fim de aumentar a liquidez e limitar o *crédito crunch*) quanto no nível de uma política industrial e de uma política redistributiva de rendimentos, visando diminuir as desigualdades. Na Argentina e no Brasil, com a ação dos "megaplanos", essa ruptura parece se desenhar com mais ou menos coerência. Essa nova

política pode reduzir mais ou menos o impacto da crise internacional, que ela não pode, entretanto, evitar. Seria um erro deixar crer o contrário. As economias latino-americanas sairão modificadas da crise: o regime de crescimento será diferente, as relações com as economias desenvolvidas serão igualmente diferentes, as desigualdades regionais também serão modificadas.

Uma política voluntarista pode ser a ocasião de mudar as regras do jogo e de favorecer a introdução de regimes de crescimento menos excludentes, reforçando assim a coesão social. Essa política é difícil de ser posta em prática por uma série de razões³²: ela não pode ser a reprodução idêntica das políticas intervencionistas passadas, o tecido industrial tendo sido profundamente mudado; ela deve assegurar uma redistribuição mais ampla e mais eficaz, em um contexto de conflitos distributivos agudos e de restrições externas elevadas; ela deve conciliar política monetária e política orçamentária, mas as experiências passadas mostram o quanto isso é difícil, após anos de hegemonia das políticas liberais; enfim, ela não deve se limitar às políticas reativas pouco refletidas, mas é difícil imaginar e colocar em prática políticas industriais coerentes, quando o essencial dos trabalhos acadêmicos privilegia os paradigmas da corrente liberal em economia. Certo, ela é difícil de ser posta em ação, entretanto ela é hoje mais que necessária. Nesse sentido, pode-se dizer que a crise constitui uma oportunidade: se for controlada, ela pode permitir ultrapassar as fraquezas desses países e, com um menor custo social, conduzir a um reforço de suas economias; mas se ela não for controlada e, portanto, o mercado desenvolver seus efeitos livremente, então o risco é grande de que elas saiam mais fracas dessa crise.

REFERÊNCIAS

- AGLIENTA M. Les crises financières: plus ça change, plus c'est la même chose, chose, *Revue d'économie financière*, 2008.
- AGLIENTA M., BERREBI L. *Désordres dans le capitalisme mondial*. Paris: Odile Jacob, 2007, 445 p.

³² Ver sobre esta questão o muito interessante artigo de Erber (2008): "As convenções de desenvolvimento no Brasil: um ensaio de economia política", apresentado no seminário da Fundação Getúlio Vargas, mimeo.

BC ARGENTINO tenta conter fuga de capitais. *Folha de São Paulo*, São Paulo, 4 nov. 2008.

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.

ERBER F. As convenções de desenvolvimento no Brasil: um ensaio de economia política, *Séminaire de La Fondation Getúlio Vargas*, 2008.

GONÇALVES R. A crise internacional e a América, com referência ao caso do Brasil, in *Forum Nacional: Fórum especial: como ser o melhor dos Brics*. Estudos e pesquisas n° 250, 2008a.

GONÇALVES R. Crise econômica: radiografia e soluções para o Brasil, in *Forum Nacional: Fórum especial: como ser o melhor dos Brics*. Estudos e pesquisas n° 250, 2008b.

IBARRA C. La pradoja Del crecimiento lento de México, in *La pradoja Del crecimiento lento de México*, in *Revista de la Cepal*, n° 95, pp. 83-102, 2008.

KLIASS, Paulo; SALAMA, Pierre. A globalização no Brasil: Responsável ou bode expiatório?. *Revista de Economia Política*. São Paulo, v. 28, n. 3, p. 371-391, out./dez. 2008.

LALL S. Reinventing Industrial Strategy: The Role of Government Policy in Building Competitiveness, *G24 Discussion Paper Series*, United Nations, New York, 2004.

LALL S., WEISS J. ZHANG J. The Sophistication of Exports, a New Measure of Product Characteristics, in *QEH*, Working paper n° 123, 2005.

LI CUI. Is China changing its stripes? The shifting structure of China's external trade and its implications, FMI, 2007.

LORDON F. *Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises financières*, Paris: Raison d'agir, 2008.

LOZANO C., RAMERI A., RAFFO T. La cúpula empresaria argentina luego de la crisis: cambios en la recorrido 1997-2005, *Document CTA*, 2007.

MOREIRA A., ROCHA K., SIQUEIRA R. O papel dos fundamentos domésticos na vulnerabilidade econômica dos emergentes, Rio de Janeiro: *IPEA 2008*. (Texto para discussão, n° 1358).

PAIMA 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, *Working Paper*, Cambridge University, 2004.

DE PAULA L. F., DE CASTRO PIRES M. C., MEYER T. R. Regime cambial, taxa de cambio e estabilidade macroeconômica do Brasil, *V Forum de la foundation Getúlio Vargas*, 2008.

RIBEIRO F. J., MAREWAID R. Balança comercial e déficits em transações correntes: de volta a vulnerabilidade externa? In *Fórum Nacional: Fórum especial: como ser o melhor dos Brics*. Estudos e pesquisas n° 250, 2008.

SALAMA P. *Le défi des inégalités. Amérique latine/Asie: une comparaison économique*. Paris: La Découverte, 2006.