

Da estabilização ao crescimento

Rudiger Dornbusch*

1. Introdução; 2. Desempenho comparativo; 3. Transição para o crescimento; 4. Credibilidade e a opção de espera; 5. Observações finais.

1. Introdução

Os anos 80 foram uma década perdida para a América Latina. A década de 90 também será perdida? Para alguns países, notadamente o Brasil ou o Peru, a estabilização nem mesmo começou. Em outros países, por exemplo, na Argentina, a execução da estabilização permanece nas tentativas, e vulnerável. E mesmo aqueles países que estabeleceram resolutamente uma nova trajetória de administração econômica ainda estão esperando pelo retorno do crescimento econômico. Selowsky (1989) ressaltou a questão essencial, o retorno do investimento:

“O crescimento de longo prazo só pode ser alcançado quando os indivíduos preferem investir domesticamente em vez de no exterior e quando a produtividade desse investimento é elevada, tanto social quanto privativamente, e se espera que permaneça desse modo no futuro. Quando tais condições surgirem, afirmaremos que o país alcançou o Estágio III no ajustamento. Chile e Uruguai podem ser classificados como estando nesse estágio hoje, e México e Bolívia estão caminhando para lá gradualmente.”

A parte mais difícil da estabilização é a transição para o crescimento. Este foi o caso no fim da hiperinflação européia nos anos 20, e é também o caso de hoje. Em um ambiente totalmente diferente, nos EUA durante os anos 30, a recuperação econômica não se efetivou até 1940, quando o crescimento rápido da exportação de material de guerra para a Grã-Bretanha forneceu a impulsão necessária.¹ A dura realidade é que mesmo com importantes esforços de ajustamento apropriados, os países não saem rapidamente de uma situação difícil; eles caem em um poço. Obviamente, isso não constitui um exemplo contra o ajustamento, porém torna urgente indagar se há políticas ou mecanismos que podem ajudar na recuperação e no crescimento e que podem mesmo ser essenciais. Se a ausência de recuperação se deve a uma falha de coordenação, então as forças de mercado não podem vencer essa dificuldade, e deve ser encontrado um mecanismo para efetuar a coordenação. O Dawes Loan, os em-

* Do Massachusetts Institute of Technology e do National Bureau of Economic Research.

¹ Veja Gordon e Wilcox (1981).

préstimos da Liga das Nações e o Plano Marshall forneceram o mecanismo de acionamento no passado.

Antes de explorar o que a teoria tem a dizer sobre essas questões, vamos olhar, brevemente, para alguns fatos. Começamos a discussão com uma breve revisão da experiência européia e, então, voltamos ao dilema da estabilização.

2. Desempenho comparativo

Quão próximo da retomada do crescimento estão hoje os países que obtiveram êxito? O forte declínio na renda *per capita* nos anos 80, anos após a estabilização, dramatiza a questão mais importante para os países que realmente estabilizam: o crescimento econômico retornará, e ele virá cedo o suficiente, antes que as demandas populistas levem a uma reversão?² A questão do retorno ao crescimento a tempo é crítica, porque a incidência das medidas de ajustamento é tal que elas reduzem o bem-estar do pobre e o investimento do setor público; como tal, a austeridade é política e economicamente insustentável.

2.1 América Latina

A renda real *per capita* na América Latina, hoje, está ao nível do início dos anos 70. Comparada com a experiência dos anos 30, a depressão da atividade econômica é bem pior, como mostra a figura 1. Além disso, o quadro global é muito favorável, já que reflete o desempenho relativamente favorável do Brasil, onde a renda *per capita* em 1988 tinha retornado ao nível de 1980. Adicionalmente, o desempenho da renda *per capita* agregada não leva em consideração a sensível piora na distribuição de renda.

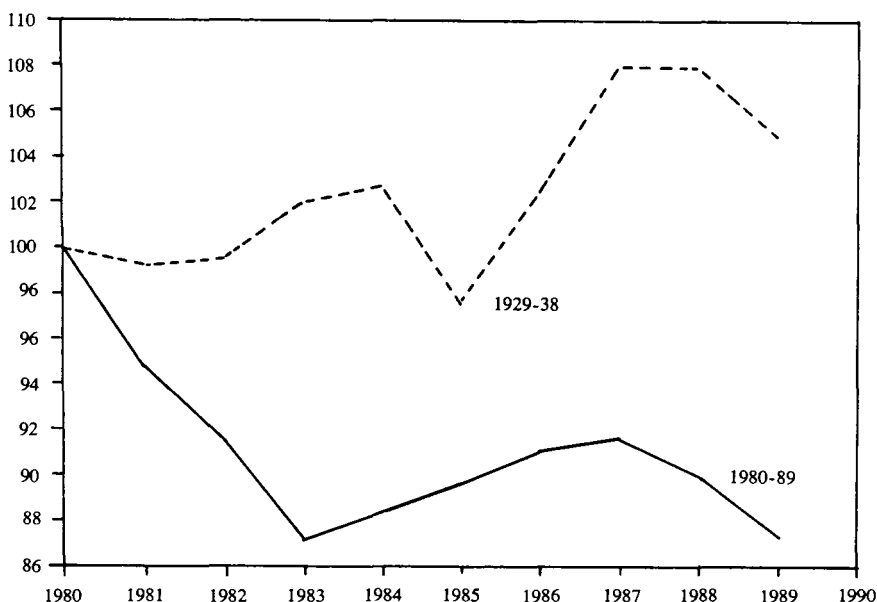
Tabela 1
Comparação de crescimento *per capita* e investimento dos
países em desenvolvimento
(Percentual por ano)

	1970 - 79		1980 - 88	
	Investimento/ PIB	Crescimento	Investimento/ PIB	Crescimento
América Latina	23,5	3,1	19,2	-1,4
Brasil	26,8	5,2	21,0	-0,0
Chile	14,7	2,0	15,7	-0,1

Fonte: FMI e Comissão Econômica para a América Latina.

² Sobre populismo na América Latina, veja Dornbusch e Edwards (1989) e Sachs (1989).

Figura 1
América Latina: renda *per capita*
(Pré-crise = 100)



A Bolívia dominou uma hiperinflação, estabilizou as finanças públicas e administrou uma forte dose de problemas do lado da oferta da economia. O trabalho fácil está feito, e agora o país espera pela recuperação e pelo crescimento: a renda *per capita*, como mostrada na figura 2, não está mais caindo rapidamente, mas ela já caiu a níveis desesperadoramente baixos e não há garantias, quatro anos após a estabilização, de mudanças importantes nesses eventos. A renda *per capita* continua a cair. Além disso, em novembro de 1989 irrompeu um conflito social abertamente, quando o governo declarou estado de sítio e mais uma vez prendeu líderes sindicais em greve. O governo boliviano pode ter vencido a guerra contra a inflação, mas perdeu a paz. O caso da Bolívia é muito importante, porque há consenso de que o país implementou todas aquelas reformas que deveriam ser realizadas, e as fez firmemente e já há muitos anos atrás. O caso confirma a suspeita de que a estabilização pode não ser suficiente. Se é assim, o que mais precisa ser feito?

A Bolívia não é única. O México está, hoje, na mesma posição. A renda *per capita* está mais do que 17% abaixo do pico de 1981, e os salários reais na indústria estão abaixo do nível do início dos anos 70, como a figura 3 torna claro. O crescimento da renda *per capita* não está visível! E quando a Argentina ou o Peru um dia se estabilizarem, eles também irão

Figura 2
Bolívia: PNB *per capita*
(Índice 1980 = 100)

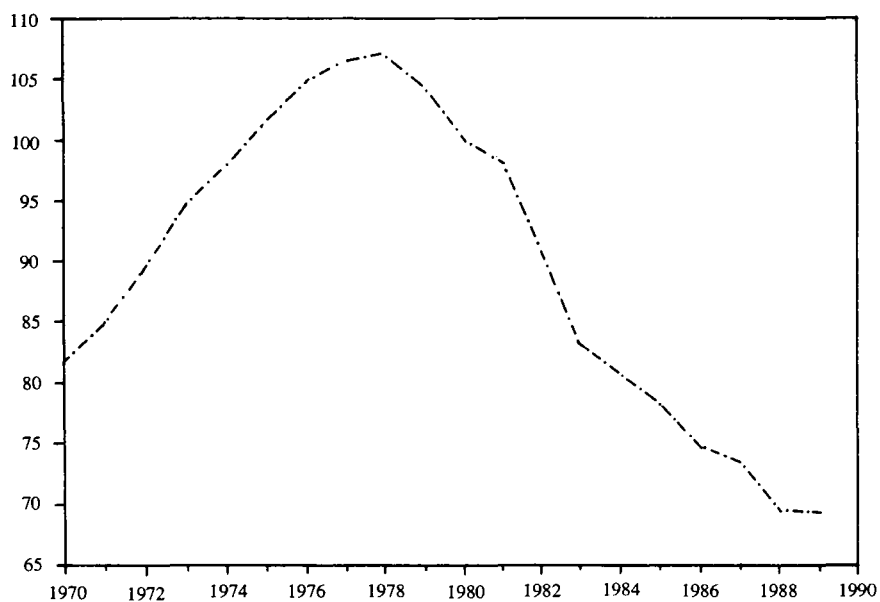


Figura 3
México: o salário real no setor industrial
(Índice 1980 = 100)

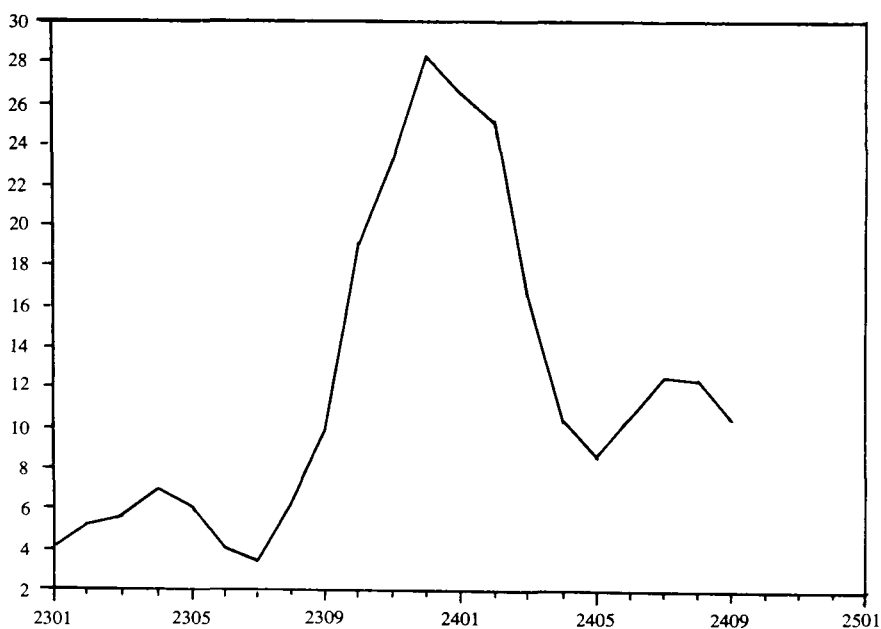


enfrentar exatamente o mesmo dilema: o que vem após a estabilização? A resposta parece ser estagnação prolongada. E mesmo no Brasil, onde a crise e a deterioração econômica nunca alcançaram proporções extremas, a não ser com relação à inflação, deve-se questionar se a austeridade de uma estabilização não poderia quebrar o eterno otimismo.

2.2 A experiência européia nos anos 20

A Primeira Guerra Mundial, o desmembramento de impérios, a hiperinflação e a estabilização tiveram um profundo impacto na história européia; para muitos o surgimento do fascismo e o sucesso político de Hitler foram o resultado do desarranjo econômico e do empobrecimento do início dos anos 20.³ A questão que nos interessa aqui é a consequência de médio prazo da hiperinflação: houve um declínio prolongado na atividade econômica? Sargent (1982, 1986) argumentou que a estabilização não teve um importante efeito adverso sobre o emprego. De fato, ele construiu sua teoria de estabilização crível com base exatamente nesse ponto. Porém, a sua evidência foi contestada.⁴

Figura 4
Desemprego na Alemanha
(Percentual da força de trabalho)



³ Veja Guttman e Meehan (1976), Ferguson (1975) e Ringer (1969).

⁴ Veja Wicker (1986) e Dornbusch (1988).

Dados sobre desemprego deixam pouca dúvida de que houve um aumento importante. A figura 4 mostra o caso da Alemanha, e dados semelhantes podem ser encontrados para a Áustria, a Polônia e a Hungria, como Wicker (1986) mostrou. Porém, três pontos devem ser observados. Primeiro, o aumento do desemprego, embora nitidamente bem substancial, não permaneceu nas taxas de pico por muito tempo. Segundo, uma análise mais detalhada dos dados revela que parte expressiva do aumento de desemprego é de setores específicos; eles representam desemprego estrutural, que surgiu da forte redução da folha de pagamento do setor público e da retração do sistema bancário.

Uma questão relacionada ao desemprego foi enfatizada por Layton e Rist. À medida que o desemprego elevado persistia, ele foi o reflexo do forte aumento da produtividade das firmas do setor privado. O produto foi recuperado, como mostrado na tabela 2, porém os ganhos de produtividade foram tão fortes que o desemprego não foi reduzido. Layton e Rist (1925, p.16) fazem uma observação sobre essa questão:

"O crescente aumento do desemprego criou intenso desapontamento na Áustria e no exterior. Em algumas regiões supôs-se que a indústria austríaca tinha sido seriamente afetada pela crise financeira, enquanto em outras o desemprego foi interpretado como um sinal de que a Áustria não seria capaz de sustentar as novas condições em que ela tinha sido colocada. Nenhuma dessas deduções é, no entanto, justificada...O aumento acentuado de desemprego se deve basicamente ao fato de que, desde a estabilização, tem havido eliminação contínua de trabalhadores supérfluos e também introdução de métodos de trabalho mais econômicos...um movimento que é a contrapartida, no setor privado, do regime introduzido pelo esquema de reconstrução na esfera das finanças públicas. No mundo industrial, o desemprego tem sido acompanhado por aumento substancial dos salários, e por aumento da produção por trabalhador, e, em muitos casos, por redução do custo de produção."

Tabela 2
A Europa nos anos 20: produção manufatureira
(Índice 1921 = 100)

	Áustria	Alemanha	Hungria	Polônia	Mundo
1922	119*	128	125	158	123
1923	127	144*	88	152	129
1924	128	136	104*	121*	137
1925	148	151	120	135	149
1926	148	159	130	126	156
1927	166	158	154	163	166

Fonte: Liga das Nações, *Industrialization and foreign trade*, 1945.

* Datas de estabilização: Áustria, ago. 1922; Alemanha, nov. 1923; Hungria, jun. 1924; Polônia, jan. 1924.

É visível na tabela 2 que o desempenho econômico dos países europeus que sofreram hiperinflação, considerando todo o período 1921-27, não é dramaticamente diferente do da economia mundial. É verdade que a tabela só faz referência à manufatura. Além disso, e talvez ainda muito mais importante, temos que os níveis de produto em 1921 estavam abaixo dos níveis de 1913 e, por conseguinte, poderia ter havido espaço para uma forte recuperação e para a reconstrução física de cidades e capital físico destruídos pela guerra.

Os dados das contas nacionais com relação ao PNB da Alemanha, entretanto, sugerem que em 1926-27 esses países tinham alcançado de novo os níveis de renda real de 1913. Eles também indicam um crescimento real bem substancial (com a produção industrial na tabela 1) em 1925-27.⁵ Considerando todas essas observações, talvez, ainda de modo surpreendente, seja difícil interpretar os dados na tabela 2 como evidência de um forte declínio prolongado na atividade. Isto levanta, de modo muito mais completo, a questão relacionada às razões de os países europeus terem tido melhor desempenho do que a Bolívia, o México ou mesmo o Chile nos anos 80.

3. Transição para o crescimento

Há vários modelos sobre crescimento. Eles variam dos modelos de oferta aos modelos sofisticados de credibilidade, da teoria neoclássica do crescimento aos modelos sobre o papel do crédito na intermediação financeira e à nova economia de coordenação sob competição imperfeita. Antes de tocar nessas questões, irei rever a abordagem básica.

3.1 O modelo do FMI

Quando países sofrem um processo de estabilização, diz-se que a estabilização séria trará seus benefícios ao fornecer bases sólidas para o crescimento. É instrutivo ver como o FMI descreve esse problema. Eu vou recorrer ao estudo específico de Khan e Knight (1985). O extraordinário otimismo deles será uma surpresa.

Como desenvolvido em Khan e Knight (1985), uma estabilização séria não apresenta efeitos adversos duradouros sobre o desempenho econômico. Pelo contrário, as políticas de ajuste da demanda ajudarão a melhorar o desempenho. E se medidas pelo lado da oferta forem adicionadas, como mostrado na figura 5 (reproduzida de Khan e Knight), então o desempenho do crescimento pode melhorar de modo significativo. Note, e isto é fundamental, que a melhora no desempenho ocorre muito rapidamente, em menos de dois anos.

O modelo: vamos agora rever os detalhes desse modelo do FMI, já que essa discussão identifica claramente onde estão faltando as etapas críticas no mecanismo de transição da estabilização ao crescimento.

⁵ Veja Mitchell (1978).

Vamos concentrar a atenção no setor real, onde a demanda agregada conduz o crescimento do produto real:

$$\Delta y = \alpha \Delta g + \beta \Delta d + \delta \Delta x + \lambda (y^* - y) \quad (1)$$

onde as letras minúsculas denotam logaritmos das variações reais:

y	produto
d	crédito privado interno real
g	gasto governamental real
x	exportações reais
y^*	capacidade produtiva
$y^* - y$	o hiato do PIB

O último termo em (1) é o hiato do PIB em percentual, $y^* - y$, e o seu papel é crítico; ele garante que qualquer expansão de capacidade que ocorra se transforme automaticamente em maior produto.

O crescimento das exportações reais é governado pela capacidade produtiva e por mudanças na competitividade.

$$\Delta x = Y \Delta y^* + \Theta \Delta \psi \quad (2)$$

A competitividade é definida como o logaritmo da relação entre os preços internacionais exógenos (p^*) e os preços internos em dólar ($e + p$):

$$\psi = p^* + e - p \quad (3)$$

O crescimento do produto potencial é conduzido pelo crescimento da força de trabalho, n , e pela taxa de investimento, ω :

$$\Delta y^* = \sigma \omega + (1 - \sigma)n \quad (4)$$

Note que, nas simulações do FMI, tanto o crescimento da força de trabalho como a taxa de investimento são exógenos. Não há, também, mercado de crédito, de modo que a taxa de juros é exógena, e o crescimento real de crédito para o setor privado é exógeno. Todo o deslocamento financeiro ocorre, de certo modo, pela moeda fiduciária.

A inflação é determinada pelo hiato entre o estoque real de moeda, m , e a demanda real de moeda, m^d , e pela taxa de aumento dos preços dos bens transacionados com o exterior em moeda doméstica, a qual é exógena.

$$\Delta p = \mu (m - m^d) + \Delta (p^* + e) \quad (5)$$

Considere agora o que acontece nesse modelo quando ocorre a estabilização. O modelo e as simulações estudadas por Khan e Knight se concen-

tram em uma combinação de políticas de controle de demanda e de oferta, especificamente:

- uma redução mantida de 10% na taxa de crescimento do crédito interno nominal e nos gastos do governo, e uma desvalorização nominal de uma vez por todas de 10%;
- políticas ao lado da oferta que aumentem a taxa de crescimento do produto, de modo acumulativo, em 2,5% por ano. Especificamente, isto inclui um aumento na taxa de investimento. A trajetória de ajustamento é caracterizada pelos seguintes efeitos:
 - a desvalorização de uma vez por todas aumenta a competitividade, imediatamente, e no tempo, e, portanto, estimula a demanda agregada;
 - no curto prazo, há um impacto restritivo compensador da desvalorização: ela aumenta a inflação e logo reduz, para um dado crescimento do crédito nominal, o crescimento da demanda real;
 - a redução na taxa de crescimento do crédito interno nominal total e a diminuição no crescimento dos gastos governamentais nominais reduzem o crescimento da demanda real no curto prazo, porque a inflação não diminui imediatamente.

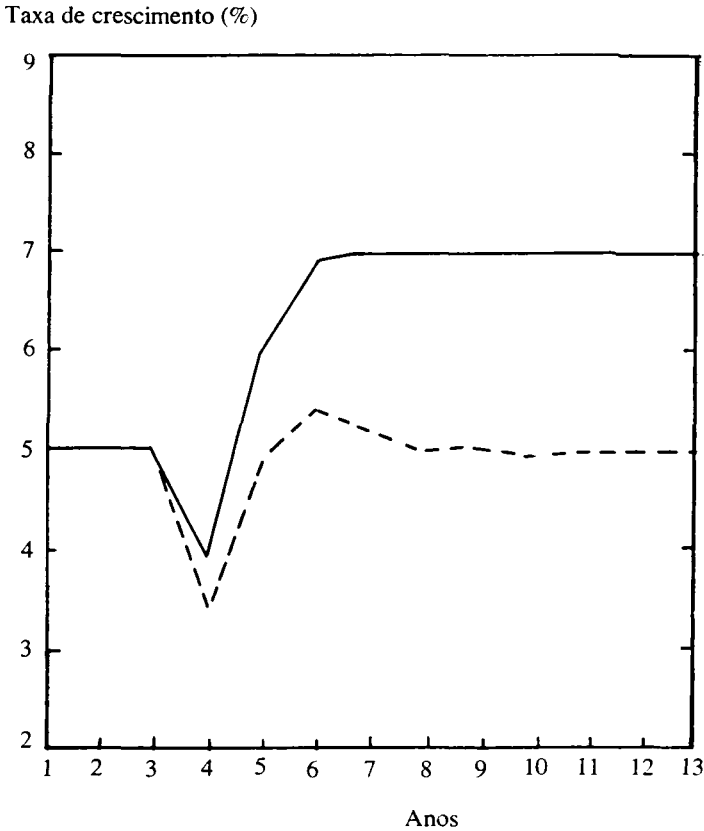
O efeito combinado da restrição e da desvalorização produz, no curto prazo, um recuo da taxa de crescimento. Porém, após um ano, o efeito expansionista da desvalorização e o impacto da inflação declinante sobre o crescimento real de crédito começam a empurrar para cima a taxa de crescimento. A inflação declina no tempo, e, finalmente, se estabiliza a uma taxa de 10 pontos abaixo. Ao longo dessa trajetória, a oferta de moeda é determinada pelo balanço de pagamentos, e a taxa de inflação, no longo prazo, é determinada pelas variáveis exógenas, taxa de desvalorização e criação de crédito doméstico.

O crescimento, na figura 5, é conduzido por três fatores: primeiro, o progressivo deslocamento das exportações reais e a redução das importações reais que decorrem do ganho de competitividade. Segundo, seguindo o choque inicial da diminuição na demanda nominal (e, por conseguinte, inicialmente, na demanda real), há uma recuperação do crescimento da demanda real para o governo e os setor privado, devido à inflação declinante. Finalmente, como um resultado do aumento exógeno no investimento, o crescimento do produto potencial aumenta. O hiato, $y^* - y$, inicialmente é ampliado, e isto estimula o crescimento, até que o hiato inicial do PNB seja eliminado e o produto siga a tendência do crescimento da capacidade produtiva. No longo prazo, há um deslocamento *total* nas exportações líquidas para compensar uma redução na demanda interna real.

Nas simulações do FMI, o valor de λ em (1) é 9; isto implica uma correção extremamente forte na direção da tendência de crescimento, e, presumivelmente, explica por que a queda de produto só dura um período. *Algumas questões:* chegamos ao ponto de levantar algumas questões sobre a imagem da estabilização retratada nesse modelo do FMI:

- surpreendentemente, em vista das discussões na América Latina ao longo de meio século, as variáveis de distribuição de renda não desempe-

Figura 5
O modelo do FMI



Obs.: a linha tracejada mostra um programa que usa somente políticas de controle de demanda. A linha sólida mostra um pacote de políticas de controle de demanda e de oferta.

tenham *nenhum* papel nesse modelo. O êxito da desvalorização real, que quase invariavelmente significa uma queda nos salários reais, não afeta a demanda real agregada;

- do mesmo modo, as decisões sobre os salários reais não afetam o processo inflacionário. Não há, portanto, nenhuma maneira desse modelo gerar a muito receada síndrome do círculo vicioso, onde a desvalorização traz inflação e recessão não só no curto prazo;

- a desvalorização real é uma maneira segura de obter exportações líquidas. As elasticidades de longo prazo combinadas de exportações e importações dão 1,5, e a defasagem é somente de três anos. Como o setor de exportação é modelado como sendo uma firma que se depara com deman-

da perfeitamente elástica, a taxa real de câmbio adequada é a única fonte para ativar o setor exportador como uma máquina de crescimento;

- o investimento é exógeno, e, portanto, pode ser alterado para produzir uma expansão mais rápida do produto potencial, e, por conseguinte, do produto real e da tendência de crescimento. Não há nenhuma tentativa de modelar a ligação entre condições de crédito, confiança e investimento. Como resultado, há um prognóstico ousado de que medidas pelo lado da oferta podem adicionar 2,5% à tendência da taxa de crescimento pela moeda fiduciária;

- não há, nesse modelo, discussão sobre a disponibilidade de poupança doméstica e externa para financiar o aumento do investimento. Uma resposta rápida poderia ser que o ajuste dos déficits orçamentários abre espaço para o crescimento nominal de crédito para o setor privado. Porém, a política de elevar taxas de juros, defendida para formar poupança, pode também ter como efeito a redução do investimento.

De fato, todas as questões sérias na fase de estabilização são atenuadas, supostas, de modo estratégico, exógenas ou ausentes. Como consequência, fica-se com uma visão surpreendentemente otimista. Entretanto, a realidade é que as tentativas de implementar essas medidas falham mais frequentemente do que acertam. Elas falham, ou porque questões de distribuição de renda produzem problemas como sérias inflações e recessão, ou porque as políticas do lado da oferta que aumentam o investimento não podem ser conduzidas, ou elas falham porque a redução do crescimento de crédito e a desvalorização produzem rápida recessão e nenhum surto de investimento, não no primeiro ano e não por muitos anos.

Se o setor privado não responde com investimento e com expansão de capacidade, e se questões como confiança e inflação impedem uma expansão do setor público, então, naturalmente, o planejador torna-se o notório imperador sem roupas: ele aumentou sensivelmente a lucratividade do setor de bens transacionados com o exterior e os lucros são levados para fora, como fuga de capital; não há crescimento, há injustiça social e conflito social.

A resposta simplista para esse problema é afirmar que a política não é crível e, portanto, sem surpresa para ninguém, ela deixa de cumprir a promessa. Mas essa resposta é ou tautológica ou tola. Não há nenhuma suposição de que o mercado resolva os problemas de coordenação relacionados ao retorno do capital fugido ou à retomada do investimento.

Em suma, então, o modelo do FMI deixa de reconhecer ligações empíricas críticas e desconsidera a questão principal, que diz respeito a qual mecanismo causa a retomada do investimento. De modo decepcionante, ele não nos ensina nada sobre o ajustamento e sobre o retorno do crescimento.

4. Credibilidade e a opção de espera

Nesta seção, desenvolvemos uma estrutura conceitual para avaliar as questões críticas na discussão sobre estabilização: porque o capital é tão

relutante em retornar (como evidenciado pelas taxas de juros necessárias para manter a taxa de câmbio), e porque o investimento responde tão lentamente? A resposta a essas questões implica uma avaliação muito pessimista das perspectivas de um retorno rápido em direção ao crescimento na América Latina. A prescrição clássica de um orçamento equilibrado, taxas de câmbio reais competitivas e políticas do lado da oferta que promovem uma alocação de recursos melhor são as condições necessárias para o retorno ao crescimento, mas elas não são suficientes!⁶ Há um problema de coordenação importante que necessita de solução.

4.1 Equilíbrios bons e ruins

O papel da coordenação e a possibilidade de equilíbrios ruins é, na realidade, central na moderna teoria do crescimento. A teoria clássica do crescimento não inclui um modelo refinado da decisão de investimento. Ou toda a poupança é investida, como na interpretação de Solow-Swan, ou o preço real do capital se ajusta para igualar as decisões de poupança aos planos de investimento. O equilíbrio em tais economias é único, e o progresso econômico depende basicamente da poupança e de progressos técnicos exógenos. As abordagens modernas de crescimento, especialmente Lucas, Romer, Prescott e Boyd (1987), e especialmente Murphy, Shleifer e Vishny (1989a, 1989b), mudaram a ênfase em três direções. Primeiro, o capital humano assume um papel verdadeiramente fundamental. A razão para dar ênfase ao capital humano está na incapacidade para explicar o desempenho do crescimento real nas economias industrializadas e também na tentativa de dar uma dimensão mais específica para o “resíduo” que responde por dois terços do crescimento. Segundo, junto com o capital humano, as “firmas”, entendidas como equipes ou organizações que contêm elemento de retornos crescentes, desempenham um papel.

Este terceiro elemento da moderna teoria do crescimento é mais interessante sob a nossa perspectiva: ele é formado em torno da noção de que as firmas são imperfeitamente competitivas. Isto implica que suas decisões de investimento tornam-se interdependentes. Como há lucros (diferentemente da competição perfeita), a lucratividade de um investimento depende do estado da economia: se todas as firmas investem, há um surto e os lucros são elevados, e se outras firmas não investem, então a firma individual quer estar certa de fazer o mesmo, pois os lucros seriam baixos ou negativos. Essa dependência de lucros com relação às ações de outras firmas cria um elemento estratégico que traz consigo problemas de coordenação: tipicamente, haverá pelo menos dois equilíbrios: o “bom”, onde o investimento é elevado e a economia está num surto de expansão, e o “ruim”, onde há um período de inatividade. Qual desses equilíbrios prevalece depende das expectativas... os “espíritos animalescos” de Keynes aqui modelada como as expectativas de firmas em competição imperfeita.

⁶ Esta seção expande o argumento em Dornbusch (1989). Veja, também, Blejer e Isze (1989).

É claro que numa economia pequena (com proteção e custos de transporte) muitas, se não a maioria das firmas estão em mercados de concorrência imperfeita, e por conseguinte, essas considerações devem ser especialmente relevantes. Considere agora a seguinte história real: há dois estados da economia em agregado. No estado G, o bom, a economia apresenta um surto de investimento e a taxa de câmbio é estável. Nesse estado, a produção e o investimento e os lucros são elevados. No outro estado, B, o ruim, a demanda é baixa, os lucros são baixos ou negativos e/ou a taxa de câmbio pode desvalorizar. Se é esperado que o bom estado prevaleça, todas as firmas querem investir, se o estado ruim prevalece, ninguém quer investir. Veja como se pode contar uma história sobre produção de investimento, e a razão é que a produção em si, devido a defasagem e a conseqüente necessidade de se comprometer com capital de giro, e também devido à exposição a controles ou à depreciação, é uma decisão de investimento.

O modelo é fechado ao se reconhecer que se todos investem, ocorre um estado bom auto-realizável, e se há ceticismo, então, ninguém ou poucos investem e o ceticismo é confirmado por um desempenho econômico sofrível. É óbvio que esta situação é como aquela de uma economia onde há corrida generalizada aos bancos: se todos acreditam que os bancos não são sólidos, então haverá uma corrida aos bancos e estes quebrarão; de modo inverso, se há desinteresse ou otimismo com relação à solvência, então os bancos prosperarão. A história é adequada, e com bons fundamentos microeconômicos. Ela racionaliza porque no Chile a atividade econômica floresce, enquanto na Bolívia anda lentamente. Ela dramatiza que a estabilização em si e a partir de si não desencadeia a despreocupação natural. Somente em situação de rápido crescimento haveria razão para investir na Bolívia; e por que alguém deveria esperar um crescimento rápido?

O modelo de despreocupação natural ressalta que há uma importante externalidade sobre a economia como um todo; alguém tem que resolver o problema de coordenação que altera as expectativas, e, por conseguinte, leva a economia ao equilíbrio bom. A noção convencional de que o governo só pode levar o cavalo até a água, ao criar um ambiente favorável através de políticas financeiras estáveis e de políticas de alocação de recursos sensatas, mas não pode fazê-lo beber, é simplesmente errada. O capital externo pode fornecer um guarda-chuva poderoso para as expectativas, como nós vimos no caso da Europa nos anos 20. Quando se sabe que o país está excluído do mercado internacional de capitais, a probabilidade de um equilíbrio ruim torna-se bem mais provável.⁷ Vamos agora traduzir essas idéias para o problema concreto do retorno ao capital fugido e da retomada do investimento.

4.2 A opção de espera

Um problema comum no resultado da estabilização é a ausência de refluxo de capital estabilizante. Os investidores têm a opção de adiar o retorno

⁷ Para outras aplicações da noção de equilíbrios múltiplos e sobre o escopo para coordenação, veja Calvo (1988a,b).

do capital fugido, e eles esperarão até que o *peso inicial* do retorno dos investimentos seja suficiente para compensar o risco de renunciar à opção de liquidez de uma posição de esperar e ver.⁸

A opção de espera está presente mesmo no caso em que as taxas de juros são elevadas e compensadoras. Além disso, quando o capital realmente retorna, ele escolhe uma forma altamente líquida, parado, por assim dizer, na pista com o motor funcionando. Indiscutivelmente, há pouco compromisso com uma rápida retomada do investimento real. A razão para isso é a incerteza residual, quanto a se a estabilização pode, de fato, ser sustentada.

Na literatura, esse tópico foi apresentado de várias maneiras, principalmente em termos de decisões de investimento irreversíveis.⁹ Nós nos concentramos em um exemplo muito simples de dois períodos para chegarmos ao ponto principal. Suponha que os investidores possam escolher entre investir nos EUA ou no México. O retorno nos EUA, em ambos os períodos, é $R^* = (1+r^*)$. No México, o retorno certo no primeiro período é $R^* + m$. No segundo período, com probabilidade p , os eventos são bons e o retorno é R^G . Com probabilidade $(1-p)$, eles são ruins e o retorno é somente R^B .

A questão, então, é quanto será necessário de prêmio no primeiro período para induzir os investidores a aceitar a incerteza e investir imediatamente para dois períodos. Nós supomos que os investidores possam escolher adiar a decisão de investir até que o problema da incerteza seja resolvido; eles não podem, entretanto, desinvestir no México após o primeiro período, ao descobrir que um estado ruim se materializou. A decisão, então, é investir agora ou esperar até que a incerteza seja dissipada.

Tabela 3
Retornos esperados dos investimentos

	Primeiro período	Segundo período
Investir agora no México de modo irreversível	$R^* + m$	$pR^G + (1-p)R^B$
Esperar e ver	R^*	$pR^G + (1-p)R^*$

Para reforçar o ponto principal, vamos supor que o retorno esperado no segundo período seja igual ao retorno nos EUA, isto é: $R^* = pR^G +$

⁸ A estrutura conceitual é conhecida na literatura sobre opção e nas aplicações, especialmente por Dixit (1989).

⁹ Veja, por exemplo, van Wijnbergen (1985) e, especialmente, Tornell (1988).

$(1-p)R^B$. O critério relevante para investimento imediato no México, então, é:

$$(R^*+m) [pR^G + (1-p)R^B] > R^*[pR^G + (1-p)R^*] \quad (6)$$

o qual, notando que $R = pR^G + (1-p)R^B$, se reduz a

$$m > (1 - p) (R^* - R^B) \quad (7)$$

Assim, um investidor neutro ao risco requer um prêmio para fazer um investimento que tem o mesmo retorno esperado no segundo período (R^*) que sua oportunidade de investimento alternativo. A razão é que, com a espera, um retorno mais elevado pode ser alcançado, uma vez que a incerteza tenha sido dissipada (ou reduzida). O prêmio requerido para o investimento imediato é maior quanto maior for a probabilidade de um estado ruim e quanto maior for a discrepância entre a taxa de retorno no exterior e aquela prevalecente no estado adverso.

Essas idéias podem ser um pouco mais desenvolvidas, se supusermos que há um elo entre a probabilidade de fracasso do programa e a dimensão do refluxo de capital. Especificamente, suponhamos que:

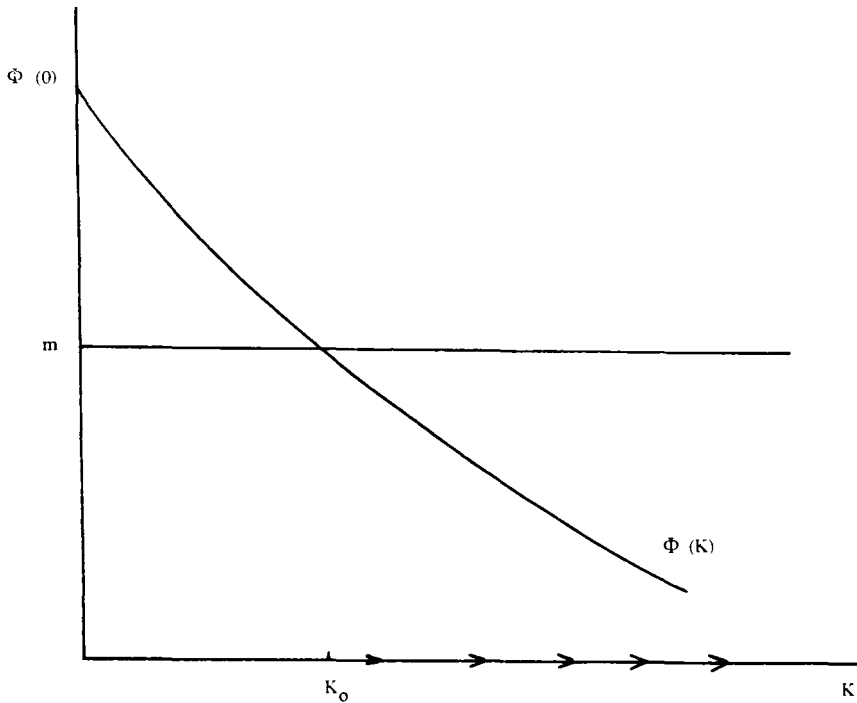
$$(1-p) = \theta(K); \theta' < 0 \quad (8)$$

onde K é o refluxo de capital. O excesso de retorno sobre os ativos no México, m , é suposto exógeno com relação ao refluxo. O critério sobre o excesso de retorno requerido no México para induzir a repatriação torna-se, então:

$$m > \Phi(K) = \Phi(K) (R^*-R^B) \quad (9)$$

A figura 6 mostra a curva que representa o retorno dos ativos no México, m , e o retorno exigido $\Phi(K)$. Há dois equilíbrios possíveis. Se nenhuma repatriação é antecipada, os investidores individuais percebem um retorno exigido $\Phi(0)$ e vêem um retorno real de ω , que é insuficiente para cobrir seus riscos. Como resultado, eles não repatriam e, portanto, o equilíbrio ruim prevalece. Como nenhum capital retorna, o equilíbrio pode ser auto-realizável em termos de sua hipótese de elevada probabilidade de falha do programa. O outro equilíbrio é aquele em que o investidor individual espera pelo menos que K_0 seja repatriado. Com tal repatriação, a avaliação do risco cai sensivelmente e todo investidor repatria. Como resultado, *todo* o capital retorna, porque o retorno exigido está abaixo do rendimento real. A questão, então, é como acionar este equilíbrio "bom".

Figura 6



Como os governos podem reassegurar os investidores? A resposta comum é realizar uma estabilização “crível”. Credibilidade é a palavra que causou burburinho ao final dos anos 80, usada para explicar de modo vago porque os programas falharam ou tiveram sucesso.¹⁰ Na prática, a credibilidade se resume a taxas de juros elevadas e a taxas de câmbio tão competitivas de modo que não sejam prováveis novas depreciações. Mas, taxas de juros elevadas são contraproducentes do ponto de vista do crescimento, porque elas levam à retenção de ativos financeiros em vez de investimentos. Uma taxa de câmbio real baixa reduz o padrão de vida e, portanto, reduz a demanda doméstica e a lucratividade de todos os investimentos, exceto no setor de bens exportáveis.

Se a depreciação real não é suficiente para gerar investimentos, o governo se encontrará em uma posição muito complicada: a renda está sendo redistribuída do trabalho para o capital, mas como a depreciação real não é suficiente (em termos de (9)), os lucros mais elevados são levados para fora, como fuga de capital. Os trabalhadores obviamente insistirão na re-

¹⁰ Veja Andersen (1989), Persson (1988) e Blackburn e Christensen (1989).

versão dessa política. Tal incerteza é um aspecto importante no entendimento da relação entre taxa de câmbio real e fuga de capital e das dificuldades de pós-estabilização. A opção de adiar a repatriação e a opção de adiar investimentos em plantas e equipamentos, em mercados de exportação, ou simplesmente em capital de giro, e ainda mais do que isso, em utilização de capacidade, é um obstáculo que prejudica a retomada do crescimento. Ela requer pagamentos antecipados (ou garantias), que os países da América Latina hoje têm dificuldade de oferecer.

É comum argumentar que esses pagamentos adiantados, necessários para que os investidores renunciem à sua opção, são um reflexo de políticas medfocres no passado e a incerteza projetada no futuro. É verdade, mas como se sai dessa situação? Entender os problemas teóricos da consistência no tempo e do pré-compromisso ajuda a entender porque se tem um problema, mas não resolve o problema.

Implicações: o modelo ressalta uma visão crucial com relação ao papel do capital externo: enquanto há incerteza sobre a taxa de câmbio (e sobre a capacidade de tornar claros programas que se sucedem à incapacidade de manter a taxa de câmbio), a credibilidade de um programa é fortemente reduzida.

Nos anos 20, quase que imediatamente após as principais estabilizações, a Europa foi inundada por capital americano. O maciço empréstimo à América Latina que precedeu as inadimplências dos anos 30 teve uma contrapartida no vasto empréstimo aos países europeus, da Polônia à Alemanha, Áustria e Europa Central. Alguns países se estabilizaram completamente com a ajuda de empréstimos externos (veja tabela 4), outros receberam influxos de capital em poucos anos de estabilização e em uma escala que permitiu que suas moedas se tornassem fortes como uma rocha, mesmo se os orçamentos estivessem desequilibrados. E o influxo de capital externo, em um círculo eficaz, forneceu a alavancagem e a confiança para a repatriação do capital fugido.

A injeção maciça de capital externo como um ingrediente crítico nas recuperações européias não pode ser enfatizado em demasia. Uma citação dos anos 30 pode reforçar esse ponto.¹¹

“Considerações éticas e econômicas, de modo semelhante, eram favoráveis à exportação de capital para a Alemanha ao final da guerra. À parte a gigantesca reorganização industrial necessária, devido à mudança de guerra para paz, e da necessidade de melhorar o esgotamento físico real de muitos de seus habitantes, a Alemanha também foi forçada a pagar grandes somas como reparações aos vitoriosos e a tentar restabelecer os padrões de vida anteriores de seu povo, em uma área geográfica que tinha sido despojada de parte de suas maiores posses. Somente com uma luta longa e difícil a Alemanha podia esperar fazer isso com a ajuda de sua própria acumulação de capital, e, então, ela foi forçada a confiar em empréstimos externos para obter os recursos necessários para o trabalho de reconstrução. Esses emprestadores, especialmente os EUA, estavam mais

¹¹ Royal Institute of International Affairs (1937, p. 235).

Tabela 4
Estabilização com apoio externo

1. Estabilização preliminar com êxito				2. Estabilização final e reforma monetária		
(A)		(B)		(A)		(B)
Sem ajuda de empréstimo específico		Com ajuda de créditos obtidos em antecipação de empréstimos específicos		Sem ajuda de empréstimo específico		Com ajuda de empréstimos específicos
Sem acordos de créditos específicos	Com créditos temporários acertados em vista de estabilização			Sem acordos de créditos específicos	Com créditos temporários acertados em vista de estabilização	
Áustria			x			x
Bélgica*			x			x
Bulgária	x					x
Tchecoslováquia ^a	x				x	
Danzig			x			x
Dinamarca ^b	x	x			x	
Estônia	x					x
Finlândia	x				x	
França	x			x		
Alemanha	x					x
Grécia		x				x
Hungria			x			x
Itália		x			x	
Latvia	x			x		
Lituânia	x			x		
Holanda	x			x		
Noruega		x			x	
Polónia ^c			x			x
Portugal		x			x	
Romênia	x					x
Suécia	x				x	
Suíça ^d		x			x	
Reino Unido		x			x	
Iugoslávia	x					x

Fonte: Liga das Nações (1946).

* Segunda estabilização (a primeira tentativa não resultou em êxito).

^a O Banco Central foi autorizado pela lei de estabilização de 1925 a levantar um empréstimo externo para ajudar a manter o valor da moeda. Em vez de um empréstimo, créditos externos rotativos foram acertados, mas somente em 1926.

^b Os créditos externos rotativos acordados 1 1/2 ano antes da estabilização nunca foram usados.

^c Estabilização instantânea *de jure*.

^d Antes da estabilização, foi contraído um empréstimo de US\$ 30 milhões nos EUA pelo governo suíço em março de 1924, com os propósitos de (a) repagar sua dívida com o Banco Central, (b) fornecer câmbio de dólares para a compra de cereais e (c) para o serviço da dívida com os EUA. Embora não tenha sido, especificamente, um empréstimo para reforma monetária, ele ajudou a reforçar as reservas cambiais do Banco, e, portanto, contribuiu para a estabilização subsequente.

do que desejando apoiar, e vastas somas de dinheiro começaram a ser deramadas na Alemanha. Em tais circunstâncias, não é de admirar que a Alemanha tenha tomado emprestado um volume maior de capital externo, em um menor espaço de tempo, do que qualquer outro país jamais fez.”

No período 1924-28, a importação de capital na Alemanha foi em média 3% do PNB. A mesma evidência é bastante válida para os outros países em reconstrução.¹² A presença do influxo de capital nos anos 20 e sua ausência hoje (e pior, a transferência ao exterior para o pagamento de juros ou amortização prematura da dívida) podem explicar o desempenho muito diferente.

Se essa visão é correta, a implicação óbvia é dupla: primeiro, a suspensão do serviço da dívida e da amortização é um ingrediente crítico na recuperação. Segundo, que sem uma injeção significativa de capital externo o impulso inicial para o crescimento pode não vir. Os modelos acima sugerem que não há mecanismo *automático* que evite o prêmio da opção; pelo contrário, se a ausência de crescimento deteriora o clima político, a falta de crescimento pode mesmo levar ao aumento do valor da opção, e, por conseguinte, um processo fundamentalmente instável de crescentes obstáculos à recuperação.

4.3 A necessidade de um mecanismo

A discussão sobre o valor da opção de espera, e a questão de credibilidade a ela associada, ressaltam a maneira em que o modelo competitivo deixa de apontar a transição de estabilização ao crescimento: de onde os recursos para investimento vêm e porque as firmas iriam investir *agora*? A estabilização em si não é suficiente para acionar um ciclo eficaz. Há necessidade de um mecanismo de coordenação que supere a tendência de espera do mercado competitivo.

O que os mercados consideram uma ação política suficiente pode simplesmente estar além do escopo político de governos democráticos. De fato, se os governos fossem longe o suficiente, de modo a criar incentivos que motivassem o retorno do capital e a retomada do investimento com base em um cálculo exclusivamente econômico, o tamanho do corte nos salários reais decorrentes poderia ser tão extremo que, então, os portadores de títulos considerariam o país, sob o ponto de vista político, um local de muito risco. Em consequência de um importante choque macroeconômico, pode simplesmente não haver equilíbrio que seja politicamente seguro e economicamente compensador, em uma escala que induza o retorno do crescimento como a resposta de mercados competitivos. Sem a alavancagem fornecida pelo capital externo, no estilo da década de 20 ou na forma do Plano Marshall, pode haver pouca perspectiva de reconstrução.

¹² Calculado a partir de League of Nations *International Trade and Balances of Payments 1926-28* e de Mitchell (1978).

5. Observações finais

O que é necessário para se caminhar da estabilização ao crescimento? Livros do tipo "Invista para se tornar rico", há muitos; eles recomendam um hábito de poupança contínua, investir com prudência e apagar a luz quando sair de um cômodo. Não surpreende que sem uma boa dose de sorte isto não será suficiente.

As afirmações são muito mais fáceis quando a recomendação é negativa:¹³ amplos déficits fiscais financiados domesticamente, distorções significativas, corrupção e taxas de câmbio sobrevalorizadas são maneiras seguras de criar dificuldades mais sérias. O que eu quero dizer é que a estabilização, no sentido amplo, não é suficiente para fornecer um mecanismo automático de gerar crescimento suficiente. O modelo do FMI simplesmente carece de credibilidade. Sem apoio substancial do setor público e sem uma forte dose de recursos externos, o crescimento não surgirá. Eu não tenho a coragem de predizer que mesmo uma forte dose de controle da oferta e de rendas e estabilidade financeira darão à Bolívia mais do que um crescimento muito moderado, sem esse essencial suporte extra.

A segunda etapa na geração do crescimento econômico é criar uma infra-estrutura social e política para o crescimento: ou as instituições legais têm que ser sólidas, ou deve haver um "sistema" equivalente ao praticado na Ásia. A educação é um fator preeminente, desastrosamente negligenciado na América Latina. A estabilidade política requer uma igualdade econômica significativa.

A terceira etapa é a despreocupação natural: o Brasil a teve no período 1967-80, e o Chile a tem hoje. Ele está sendo alimentado por um ciclo eficaz com reforço externo. A crença doméstica de que o crescimento é inevitável e a crença externa de que o país está fazendo "todas as coisas certas" combinam para criar no tempo o ciclo eficaz de financiamento externo, investimento, crescimento e poupança. O Chile pode ser capaz de preservar esse processo, se o governo de coalisão puder manter a estabilidade financeira; a Colômbia está tranqüila, nessa situação; e o México pode chegar lá, se a ênfase mudar do serviço da dívida para o investimento doméstico.

No lado político, a primeira recomendação é manter os ganhos da estabilidade financeira e evitar incertezas sobre a taxa de câmbio e também sobre a trajetória da inflação. Esforços contínuos para erradicar a ineficiência do setor público são também condição *sine qua non*. Mas, acima de todos os esforços, engenhosidade e recursos devem ser concentrados para romper os dois gargalos causados pelas ausências de recursos externos e do otimismo quanto ao crescimento.

Ainda hoje, é dada atenção excessiva à estratégia quanto à dívida; isto parece um esforço mal direcionado, já que os recursos que vão para a redução da dívida têm um preço-sombra extraordinariamente elevado; suas

¹³ Veja Harberger (1984), Fischer (1987) e Dervis e Petri (1987).

reservas são o colchão para a estabilidade financeira, e os recursos humanos seriam melhor aplicados como pressão para a ajuda necessária e para o investimento direto externo.

Contrariamente ao espírito anti-Estado muito presente nas discussões atuais, os investimentos do setor público e as iniciativas de crédito são uma parte importante do crescimento, bem além do alívio imediato de uma extrema incidência de austeridade fiscal.

Finalmente, e talvez de modo muito importante, há necessidade de um mecanismo externo para ajudar a gerar confiança. Esta não é uma questão de amplas transferências de recursos, mas sim de transferência de confiança. Um empréstimo de longo prazo para estabilização, no caso do México, é tudo que poderia ser exigido para o retorno ao crescimento e mesmo ultimar o serviço da dívida.

Referências bibliográficas

Andersen, T. Credibility of policy announcements. *European Economic Review*, n. 1, 1989.

Blackburn, K. & Christensen, M. Monetary theory and policy credibility: theories and evidence. *Journal of Economic Literature*, 27: 1-45, March 1989.

Blejer, M. & Isze, A. Adjustment uncertainty, confidence, and growth. Latin America After the growth crisis. Unpublished manuscript. International Monetary Fund, 1989.

Bruno, M. et alii, ed. *Inflation and stabilization*. MIT Press, 1988.

Calvo, G. Idiosyncratic expectations and economic fluctuations. Unpublished manuscript. University of Pennsylvania, 1988a.

———. Notes on credibility and economic policy. Unpublished manuscript. University of Pennsylvania, 1988b.

Dervis, K. & Petri, P. The macroeconomics of successful development. *NBER Macroeconomics anual 1987*, MIT Press, 1987.

Dixit, A. Intersectoral capital reallocation under price uncertainty. *Journal of International Economics*, May 1989.

Dornbusch, R. *Exchange rates and inflation*. MIT Press, 1988.

———. Credibility and stabilization. NBER Working Paper n. 2790, 1989.

——— & Edwards, S. Macroeconomic populism in Latin America. NBER Working Paper n. 2986, 1989.

Eder, G. *Inflation and development in Latin America, a case history of inflation and stabilization in Bolivia*. University of Michigan, Ann Arbor, 1968.

Ferguson, A. *When money dies*. London, William Kimber, 1975.

Fischer, S. Macroeconomic policies for economic growth. In: Corbo, V., Goldstein, M. & Khan, M., ed. *Growth-oriented adjustment programs*, IMF and World Bank, 1987.

Gordon, R.J. & Wilcox, J. A monetarist interpretation of the great depression. In: Brunner, K., *The great depression revisited*. Nijhoff, 1981.

Guttman, W. & Meehan, P. *The great inflation*. London, Gordon & Cremonesi, 1976.

Harberger, A. Economic growth and economic policy. In: Harberger, A., ed. *World Economic Growth*. Institute for Contemporary Studies, San Francisco, 1984.

International Monetary Fund. *Fund-supported programs, fiscal policy and income distribution*. Occasional Paper n. 46, 1986.

Khan, M. & Knight, M. *Fund-supported adjustment programs and economic growth*. IMF Occasional Paper n. 41, 1985.

———. Growth-oriented adjustment programs. A conceptual framework. *IMF Staff Papers*. June 1989.

Lal, D. The political economy of economic liberalization. *The World Bank Economic Review*. Jan. 1987.

Layton, W. & Rist, C. *The economic situation of Austria*. Report presented to the council of the League of Nations. League of Nations, Geneva, 1925.

League of Nations. *The course and control of inflation*. Geneva, 1946.

Lucas, R. On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics*, 1, 1988.

Mann, A. & Pastor, M. Orthodox and heterodox stabilization policies in Bolivia and Peru: 1985-88. Unpublished manuscript, Occidental College, 1989.

Mitchell, B. *European historical statistics*. New York, Columbia University Press, 1978.

Mórales, J. Planes de desarrollo y políticas fiscales: aspectos técnicos y políticos. Unpublished manuscript, Deutsche Gesellschaft für Technische Zusammenarbeit, 1989.

———. Inflation stabilization in Bolivia. In: Bruno, M. et alii, ed. 1988. *Inflation and stabilization*. MIT Press, 1989a.

Murphy, K., Shleifer, A. & Vishny, R. Industrialization and the big push. *Journal of Political Economy*, 97:5, 1.003-26, 1989a.

———. Income distribution, market size and industrialization. *Quarterly Journal of Economics*, 104:537-64, Aug. 1989b.

Pazos, F. *Chronic inflation in Latin America*. New York, Praeger, 1972.

———. The need to design more effective antiinflationary plans in Latin America. Unpublished manuscript, Banco Central de Venezuela, 1989.

Persson, T. Credibility of macroeconomic policy: an introduction and a broad survey. *European Economic Review*, 32:519-32, 1988.

Prescott, E. & Boyd, J. Dynamic coalitions: engines for growth. *American Economic Review*, May 1987.

Ringer, F., ed. *The German inflation of 1923*. Oxford, Oxford University Press, 1969.

Royal Institute of International Affairs. *The problem of international investment*. Oxford University Press, 1987.

Sachs, J. Social conflict and populist policies in Latin America. NBER Working Paper, March 1989b.

Sargent, T. The ends of four big inflations. In: Hall, R., ed. *Inflation*, University of Chicago Press, 1982.

———. *Rational expectations and inflation*. New York, Harper & Row, 1986.

Selowsky, M. Preconditions necessary for the recovery of Latin America's growth. Unpublished manuscript, World Bank, 1989.

Tornell, A. Credibility and irreversible investment and the Tobin tax. Unpublished manuscript, Columbia University, 1988.

van Wijnbergen, S. Trade reform, aggregate investment and capital flight: on credibility and the value of information. *Economic Letters*, 19, 1985.

Wicker, E. Terminating hyperinflation in the dismembered Habsburg monarchy. *American Economic Review*, June 1986.