

## SEQUÊNCIA BOOM-CRISE NO CAPITALISMO CONTEMPORÂNEO

Fernando Nogueira da Costa<sup>1</sup>

"Economista é um expert que saberá amanhã porque as coisas que ele previu ontem não aconteceram hoje".

### INTRODUÇÃO

A pergunta-chave a ser respondida, neste ensaio, é: até que ponto pode-se prever a manutenção ou - sua contrapartida - a reversão do atual processo de crescimento econômico e estabilização de preços, vigente em quase todo mundo? Em outros termos, qual o raio-de-manobra, na condução interna da política econômica, para a sustentação do ritmo da produção e da desaceleração inflacionária?

Essa questão envolve uma discussão de tática, para se alcançar uma meta estratégica, num determinado contexto histórico-econômico, de um país dependente do desempenho do núcleo hegemônico no capitalismo contemporâneo. Decisões externas, oriundas desse núcleo, podem afetar a busca do caminho de crescimento econômico auto-sustentado sem inflação.

Analistas apontam tais choques exógenos como inevitáveis. A dúvida - fundamental, como sempre ocorre nas previsões econômicas - é *quando e onde* ocorrerão. Daí, discutir-se-á, preliminarmente, a validade desse tipo de profecia "bola-de-cristal"<sup>2</sup>, pois, historicamente, no capitalismo, a um *boom* segue-se, mais cedo ou mais tarde, uma crise. Tem sido uma sequência inexorável. Mas, quais possibilidades abre o atual surto de crescimento? Qual é sua especificidade?

Não sendo catastrófico - um profeta do apocalipse no final do milênio -, inconsequente e desestimulante de ações mobilizadoras, que aproveitam oportunidades inusitadas, orientar-se-á a análise das atuais possibilidades de um capitalismo periférico com a seguinte metodologia. Num *nível mais geral*, far-se-á uma adução a partir de fatos estilizados, ou seja, abstração de alguns elementos da realidade. A distinção da sequência *boom*-crise entre países com regime de *câmbio flexível* e países com regime de *câmbio fixo* (ou, moderadamente, de *banda cambial*) permite, de certa forma, verificar a especificidade de países dependentes ou subordinados face à dos países hegemônicos. O ponto central a ser discutido é o que determina a reversão do ciclo, em cada uma dessas situações - de *bolha* ou de *ataque especulativo* -, no capitalismo contemporâneo.

Num *nível menos abstrato*, abandonar-se-á o fenômeno puramente econômico, introduzindo, na análise, a história, a política, a sociologia, etc.. Para um observador estrangeiro (Pettis, 1997), "a história econômica da América Latina aparentemente não se modifica muito". As lições dessa história revelam que não há um crescimento econômico auto-sustentado. O que causa os surtos de crescimento? E, o que mais interessa hoje, o que determina sua reversão? Como tentar escapar dessa lógica perversa, ampliando os benefícios do crescimento?

Num *nível concreto*, a arte da economia envolve interpretar o aproveitamento de oportunidade histórica por parte dos condutores da política econômica de um determinado país. Trata-se, portanto, da análise de uma situação *datada*, na história, e *localizada*, no espaço. Adverte-se que não há sentido, a não ser por mera oposição, em matéria de

<sup>1</sup> Professor Livre-docente do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas. Coordenador da área de economia da FAPESP - Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo. Agradeço a revisão de meu orientando, Marcos R. Vasconcelos.

<sup>2</sup> "A astrologia foi inventada para a ciência econômica parecer séria". *Anônimo*.

política governamental, fora do governo, propor receita sobre o que deveria ser, mas sim diagnosticar o que é.

## LIMITAÇÕES DAS PREVISÕES ECONÔMICAS

Os homens de negócios se lamentam porque um estudo de economista geralmente revela que a melhor época para comprar algo já passou... A imprensa explora as divergências entre as previsões econômicas, pois existem tantas opiniões diferentes sobre o futuro da economia quanto existem economistas. Mas a avaliação de Kay (1995) aproxima-se mais da verdade. "Os peritos em previsões não falam com vozes discordantes; todos dizem mais ou menos a mesma coisa ao mesmo tempo. E o que dizem é quase sempre errado".

O problema maior está não nas diferenças entre as diversas previsões econômicas, mas sim nas diferenças entre as previsões como um todo e o que acontece. Uma análise do desempenho dos modelos de previsão, checando com a (fácil) sabedoria *ex-post*, demonstra que existe uma previsão de consenso, em torno da qual agregam-se os peritos. Esse consenso, no entanto, não conseguiu prognosticar nenhum dos mais importantes acontecimentos econômicos dos últimos anos.

Um dos motivos para essa aglomeração das previsões em torno de um consenso deriva da maioria delas basear-se apenas na avaliação que os peritos fazem das opiniões e previsões de terceiros. Portanto, não é surpreendente assemelharem entre si. A imprensa sempre consulta os mesmos notáveis e estes lêem o próprio grupo, quando não as mesmas fontes estrangeiras...

Para peritos do mercado financeiro, cujas carreiras profissionais podem estar em jogo, é sempre mais seguro cometer o mesmo erro de todo mundo. Por isso, raramente se distanciam muito do consenso. Mesmo quando os fatos desmentem suas previsões, os peritos preferem insistir no consenso, pois senão seriam "culpados" individualmente de imperícia em vez de se colocarem como "vítimas" coletivas dos acontecimentos.

Tecnicamente, a previsão consensual é fácil de ser conhecida. Pode-se obtê-la calculando a média dos dados do presente e a do passado. Quando as variáveis encontram-se em níveis historicamente baixos, o consenso é que subirão. Quando estão acima da média, o prognóstico modal é que deverão cair. E, finalmente, quando estão muito mais perto da média, a maioria dos peritos acha que irão permanecer onde estão... Não é de admirar que, adotando o mesmo princípio e o mesmo método, cheguem à mesma conclusão.

Nos modelos de previsão, com a ausência de choques exógenos, ou depois deles, retorna-se rapidamente à tendência histórica. A pressuposição de que "o futuro será parecido com o passado" é comum. Os modelos econômicos são criados fazendo relações entre variáveis-chave, baseadas em dados passados, para prever as variações futuras. No entanto, as mudanças estruturais na economia podem provocar grandes problemas, para essa abordagem. Nem sempre o passado é um bom guia. Podem ocorrer mudanças no comportamento dos agentes econômicos, quebrando sua regularidade histórica.

Nas palavras de Kay (1995): "a fraqueza fundamental dessa abordagem é que ela é incapaz de identificar mudanças estruturais na economia. As mudanças nos preços dos ativos desempenharam um papel na *boom* dos anos 80 e na recessão dos anos 90 que não tinham sido vistos em ciclos econômicos anteriores. Foi esse fenômeno que a previsão consensual deixou escapar quase inteiramente".

Assim, a previsão consensual de que a inflação subirá porque no passado sempre subiu ou de que o crescimento de reverterá, porque isso sempre ocorreu, não ajuda muito nas tomadas de decisão, tanto dos empresários, quanto dos condutores de política econômica. O difícil é prever o *timing* exato da crise. Esta poderá resultar da convergência de fatores aleatórios imprevisíveis.

Pode-se, então, como a *midia* frequentemente faz, ridicularizar a precisão de previsões dos economistas arrogantes. Eles cometem muitos erros, mas mesmo assim nunca demonstram dúvidas. No entanto, as decisões de qualquer pessoa - física ou jurídica

- depende de expectativas incertas sobre o cenário futuro da economia. Este depende da resultante de comportamentos heterogêneos de todos os agentes econômicos.

Nas palavras de Ormerod (1996: 105), "temos um sistema econômico no qual os indivíduos, no micronível, estão aprendendo como é seu próprio macrocomportamento coletivo, o qual, por sua vez, resulta do microcomportamento. (...). O comportamento desse sistema no macronível não pode ser deduzido de uma simples extrapolação do comportamento de um único indivíduo [o "agente representativo"]. O todo é diferente da soma das partes. Existe algo que se chama sociedade [onde normas grupais e/ou instituições, e não o interesse pessoal, determinam o comportamento]".

Nesse mesmo sentido, o conceito de *reflexividade*, elaborado por Soros (1987), constitui uma contribuição importante para a compreensão da dinâmica do capitalismo contemporâneo. Supõe que o pensamento de cada participante do mercado é a chave para a compreensão de todos os processos históricos que incluem participantes pensantes, pois inspira decisões que os afeta. Costa (1995) destaca a importância das interações entre decisões dos agentes econômicos, para a resultante macroeconômica. Esta pode ser inesperada pela via da simples dedução do modelo de equilíbrio competitivo, baseado nos comportamentos independentes dos indivíduos.

A fim de encerrar este tópico preliminar a respeito das limitações das previsões econômicas, vale esboçar, resgatando a economia política, um modelo diferente daquele postulado pela teoria padrão do *mainstream*, para explicar uma sequência de *boom* e crise, no capitalismo contemporâneo. Os principais traços distintivos desses dois modelos encontram-se em Plihon (1995). Estão apresentados no quadro seguinte.

MODELOS	inspiração novoclássica	inspiração keynesiana
agregação ou passagem micro-macro	hipótese do agente representativo	leva em conta a interação entre agentes heterogêneos
racionalidade dos agentes econômicos	racionalidade individual e otimizadora na base dos fundamentos	dois tipos de racionalidade: <i>fundamentalista</i> e <i>chartista</i> (coletiva ou mimética)
ambiente dos operadores	leis econômicas estáveis e conhecidas por todos; eventos econômicos probabilizáveis	processos econômicos complexos, irregulares e apenas parcialmente conhecidos; eventos futuros incertos e não probabilizáveis
concepção do equilíbrio	equilíbrio geral e convergência para um estado estacionário	possibilidade de processos divergentes e explosivos

## TEORIA PURA: NÍVEL GERAL

A ciência, segundo o positivismo de Popper (1959), caracteriza-se por uma tentativa sem fim de falsear hipóteses existentes e substituí-las por outras que resistem à falsificação. Para ele, a indução é simplesmente um mito. Não se pode fazer generalizações indutivas a partir de uma série de observações, pois no momento em que seleciona-se certas observações dentre o número infinito de possibilidades, já se detém em um ponto de vista que é em si mesmo uma teoria, ainda que bruta e sem sofisticação. Nas palavras de Blaug (1993: 52), "não existem 'fatos brutos', e todos os fatos estão carregados de teoria".

Na vida comum, assim como na própria ciência, de acordo com a visão popperiana, adquire-se conhecimento por meio de uma constante sucessão de conjecturas e impugnações, usando o método conhecido de “tentativa e erro” - um método abstrato-dedutivo para formular hipóteses, mas indutivo (não-demonstrativo) para tentar falseá-las. Nesse sentido, “a indução é um mito”, quando se refere à indução enquanto argumento lógico demonstrativo - tentativa de mostrar que certas hipóteses específicas são apoiadas por fatos específicos. Conclusões, mesmo com premissas verdadeiras, podem não ser logicamente suportadas por elas, ou seja, podem ser falsas<sup>3</sup>.

Seguindo a sugestão de Blaug (1993: 54), para se evitar a noção comum de que *dedução* (do geral ao específico) e *indução* (do específico ao geral) são operações mentais opostas, adota-se o termo linguístico de “*adução*” para denominar um estilo não-demonstrativo de raciocínio vulgarmente rotulado de “*indução*”. *Adução* é a operação não-lógica que consiste em pular do caos, que é o mundo real, para uma intuição ou tentativa de conjectura acerca da relação real existente entre o conjunto de variáveis pertinentes. Para Blaug, a ciência não é baseada em *indução*, mas sim em *adução* seguida da *dedução*. As conjecturas iniciais são convertidas em teorias científicas ao serem ligadas a uma estrutura dedutiva bem tecida; são então passíveis de testes contra observações.

Um processo de *adução* pode ser visto na análise da sequência de *boom* e crise. Kaminsky & Reinhart (1996) estudaram 76 episódios de crises cambiais e 26 de crises bancárias, em 20 países, desde os anos 70. Desse estudo, podemos aduzir certos fatos estilizados, ou seja, modificar, suprimindo, substituindo e/ou acrescentando elementos, para obter determinadas conjecturas. A sequência causal de fatos estilizados - detonadora, hipoteticamente, de uma crise bancária e de balanço de pagamentos - está apresentada na próxima página.

## SEQUÊNCIA CAUSAL DE FATOS ESTILIZADOS

### DETONADORA DE CRISE BANCÁRIA E DE BALANÇO DE PAGAMENTOS

1. liberalização financeira
2. desintermediação bancária
3. generalização do banco universal ou múltiplo
4. diminuição da aversão ao risco do credor
5. crédito fácil e barato
6. alavancagem financeira da bolha especulativa com ativos
7. apreciação cambial =  $f(\text{regime de câmbio flexível})$
8. déficit nas transações correntes
9. política de alta taxa de juros real positiva
10. recessão e desemprego
11. inadimplência de devedores
12. crise bancária
13. corte de refinanciamento e de novos empréstimos
14. explosões das bolhas especulativas, inclusive na bolsa de valores
15. queda dos preços dos ativos
16. crise do balanço de pagamentos

Mudanças histórico-estruturais ocorreram, recentemente, no capitalismo contemporâneo, dificultando ainda mais as previsões econômicas guiadas pelo passado. Entre as principais tendências nas finanças internacionais, apontadas no quadro anterior, estão a desregulamentação financeira e o crescimento do processo de *securitização*, a

<sup>3</sup>

O exemplo clássico é: “eu vi um grande número de cisnes brancos; eu nunca vi um cisne preto; portanto, todos os cisnes são brancos”.

partir da substituição do crédito bancário pela emissão de títulos negociáveis (*bônus* ou *securities*) por empresas. Nesse mercado de capitais, tem papel crescente os investidores institucionais, principalmente fundos de pensão e seguradoras, como fonte de *funding* para operações de longo prazo, levando à desintermediação bancária. Como compensação, há a generalização do banco universal ou múltiplo, com os bancos comerciais passando a atuar de forma crescente em atividades de investimento, tais como *underwriting* de títulos, prestação de garantias e prestação de serviços e/ou assessorias na montagem de engenharias financeiras complexas. A proliferação dos produtos derivativos - *swaps*, opções, mercados futuros - como forma de transferência e transformação de riscos de câmbio e juros, em conjunto com o aumento da competição, resulta em menor aversão ao risco do credor. Na luta por conquista dos novos mercados emergentes, surge a tendência à globalização financeira, processo que envolve a redução das barreiras entre os mercados financeiros domésticos e as atividades dos centros financeiros internacionais. A tática generalizada é "surfar" a onda de liquidez internacional.

Portanto, num ambiente liberalizado, a maior competição entre bancos e outras instituições financeiras induz a aceitação de novos riscos, p. ex., financiamento imobiliário e alavancagem financeira de posições especulativas nos mercados de ativos (ações, derivativos, divisas, fusões e aquisições, etc.). As "bolhas especulativas" inflam-se devido à coalizão entre bancos, em busca de novas fontes de rentabilidade, e especuladores internacionais.

O comportamento dos ciclos dos preços dos ativos passa a ser alavancado pela disponibilidade de crédito. O aquecimento do valor dos ativos conduz à geração posterior de crises de liquidação, em função de retração da oferta de crédito e/ou movimento de liquidação de posições. Isso derruba subitamente o movimento altista. O ciclo do crédito passa a ser um determinante exógeno do ciclo de preços dos ativos<sup>4</sup>.

A reversão do ciclo pode ser *exógena* ou *endógena*. No primeiro caso, a queda dos preços dos ativos pode ocorrer devido à reversão da política monetária de juros baixos, conduzida pelas autoridades monetárias dos países hegemônicos. Resulta em perdas de capital com um "efeito dominó" contagioso, podendo atingir países dependentes do fluxo de capital externo.

No caso da reversão endógena, qual é a explicação teórica? Para obtê-la, deve-se observar que há pelo menos duas categorias de operadores no mercado financeiro:

- *fundamentalistas*: elaboram suas antecipações baseados em fundamentos supostamente estáveis, tais como a paridade do poder aquisitivo (diferencial dos preços relativos entre países) e a paridade da taxa de juros (diferenciais de juros).
- *grafistas* ou *noise traders*: reagem a rumores e procuram realizar lucros especulativos, a curtíssimo prazo, aproveitando-se da volatilidade dos mercados; sua formação de expectativas se dá através de um processo mimético, com imitação generalizada daquilo que se supõe a opinião média do mercado; eles não se baseiam em informações econômicas exógenas, p. ex., lucro da empresa ou crescimento do PIB.

Para uma previsão do futuro de algum mercado de ativos, esses operadores *grafistas* fazem seus estudos através de gráficos (de linha e de barra); são chamados

<sup>4</sup> Kawal (1995: 85) observa o cenário de inflação dos preços dos ativos seguido de crises de deflação de dívidas (ativos bancários) operando de forma relativamente autônoma frente ao ciclo de negócios a *la* Minsky. Neste, quando o preço de demanda dos ativos de capital (cotado pelo mercado) está acima do preço de oferta desses ativos, há indução para a produção de bens de investimento. Atualmente, o crescimento dos preços de mercado dos ativos supera o dos preços da produção corrente, mas esse fenômeno não estimula decisões de investimento consistentes. Parece que os investidores percebem as frágeis bases dos ciclos especulativos alavancados pelo crédito (para a *circulação financeira* mas não para a *circulação industrial*), sujeitas às crises bancárias.

também de *analistas técnicos*. Resumidamente, estudam como os preços comportaram-se no passado recente, para fazer suas previsões.

Tanto a análise *fundamentalista* como a *técnica (grafista)*, segundo Pitoscia (1985), têm os mesmos objetivos: medir as forças de oferta e demanda; identificar as operações mais interessantes e também a melhor hora para entrar e sair do mercado; determinar até onde uma oscilação pode chegar; e definir uma estratégia de risco. Mas, enquanto a primeira acredita que são os fatores fundamentais que fornecerão as indicações para atingir esses objetivos, a segunda defende a opinião de que o comportamento do mercado será determinado pela média das opiniões de todos os aplicadores, depois de interpretarem estes fatores fundamentais<sup>5</sup>.

A analista grafista leva em conta, ainda, o poder de mercado de cada participante, ou seja, o poder de fazer o mercado subir ou cair, a partir de ordens de compra e venda. Com isto preocupa-se com as estimativas, o medo, o humor, as esperanças, a ganância e outras reações dos aplicadores, em cada pregão, detectadas nas figuras dos gráficos - "os gráficos têm alma"! Eles são tomados como o reflexo do comportamento da massa de indivíduos que comandam os preços.

Os analistas técnicos fazem seus estudos a partir de três principais conclusões, tiradas da análise de comportamentos passados do mercado. A primeira delas é que os preços não oscilam aleatoriamente, mas com tendências definidas, com rumos identificados e medidos com retas de suporte e resistência. A *reta de suporte* é aquela que vem abaixo de uma *tendência de alta* e mostra os níveis mínimos atingidos dentro de um certo período. Já a *reta de resistência* vem traçada acima de uma *tendência de baixa* e serve para indicar os níveis mais altos atingidos no período. Na linguagem dos grafistas, uma *tendência* é uma sucessão de *picos* (pontos máximos) e/ou de *fundos* (pontos mínimos).

A segunda conclusão é que a massa de participantes do mercado costuma gravar determinados níveis de preços, chamados *níveis de suporte e resistência*. Esses níveis são *picos*, *fundos* ou ainda *acumulações* (quando o gráfico evolui lateralmente) nitidamente definidos, que marcam determinado período; portanto, dão a indicação de movimentos violentos do mercado. A análise gráfica, nesses momentos, será capaz de mostrar em que níveis o mercado vai ultrapassar (ou "furar") esses níveis de resistência ou suporte, ou sair do nível de acumulação. Isso dá a indicação dos momentos mais interessantes para o aplicador entrar ou sair do mercado.

A terceira conclusão é que a massa costuma ter alguns tipos consecutivos e peculiares de comportamento nas várias fases de uma tendência. Dessa forma, esse comportamento pode até mesmo ser colocado em "triângulos" ("picos"): consecutivamente ou *ascendentes*, ou *descendentes*, ou *assimétricos*. O comprador se torna mais agressivo sempre no mesmo nível, que coincide com a reta de suporte, enquanto o vendedor fica mais agressivo em níveis cada vez mais baixos. Nessa última situação, a conclusão é que os compradores irão perceber a maior agressividade dos vendedores e passarão a retrair-se, ou seja, passarão a comprar também a níveis cada vez mais baixos. Isso costuma acontecer quando os preços estão chegando no vértice superior do "triângulo" (cume do "pico"); a partir deste momento, tende a ocorrer um violento movimento de baixa.

<sup>5</sup> No mercado de ações, a *hipótese básica da análise fundamentalista* é a existência de um valor natural ou intrínseco para cada ação, valor este correlacionado diretamente com o desempenho da empresa. Todo o instrumental fundamentalista está voltado para a análise das variáveis exógenas - indicadoras do desempenho macroeconômico e setorial - endógenas - indicadoras do desempenho microeconômico e financeiro - da empresa.

A causa da oscilação violenta num “triângulo” (“pico”) descendente é explicada como consequência das execução das chamadas *ordens de stop*<sup>6</sup>. Os investidores usam essas ordens para limitar prejuízos de uma dada operação. São ordens de vendas colocadas em níveis especificados, geralmente a níveis inferiores ao que o mercado vem negociando. Por exemplo, assim que o preço cair abaixo do nível da reta de suporte, os operadores estarão autorizados a vender o ativo. Como ficam geralmente acumuladas logo abaixo do nível de suporte, quando são acionadas e executadas, essas ordens provocam uma queda ainda mais acentuada dos preços dos ativos. Num “triângulo” (“pico”) ascendente, o processo é inverso: as *ordens de stop* estão colocadas logo acima da reta de resistência.

Numa clássica tendência de alta, à medida que os preços sobem, é natural que os aplicadores tenham interesse em realizar seus lucros - as chamadas *correções de mercado*. Quanto mais se eleva o preço, maior a necessidade de realização de lucros, portanto, maior o número de vendedores no mercado, o que provoca uma queda maior ou mais prolongada nas cotações.

Os processos reflexivos, segundo Soros (1987), tendem a seguir determinado padrão, em que uma tendência, de início auto-reforçadora, se torna cada vez mais vulnerável, pois os fundamentos como comércio exterior e pagamento de juros internacionais se movem contra si. Quando a afluência de fundos especulativos não consegue acompanhar o déficit comercial e as obrigações de juros crescentes, cada vez mais especuladores internacionais compreendem a reflexividade em que repousa o *boom* - quando os mercados financeiros *afetam* os chamados *fundamentos* que eles supostamente *refletem* (ver Costa, 1996).

A sequência de *boom* e crise desencadeia-se pelo mercado estar dominado por um comportamento de *seguir a tendência*, ou seja, “comprado” na alta e “vendido” na baixa das cotações. Constitui um padrão autoreforçador/auto-anulador endógeno. Mesmo sem uma efetiva intervenção governamental, a *reversão* ocorre quando a *realidade* não mais corresponde às *expectativas*.

Num país com regime cambial flexível, a sequência de *boom* e crise é assimétrica (cotações não sobem tão rapidamente quanto caem), pois a reversão - o refluxo do capital especulativo - é tanto do fluxo corrente quanto do estoque acumulado. O atraso na saída leva a um maior risco de perda cambial, pois a conversão se fará então a partir de uma moeda em progressiva depreciação. Dependendo do nível de fuga de capitais, a cotação da moeda estrangeira pode explodir.

Qual é o comportamento usual do *especulador* internacional? Ele é um *seguidor* de tendência dos movimentos de preços dos ativos, descolados dos valores fundamentais - um *grafista*. Mas um voluntarioso é *antecipador* de ponto de inflexão, buscando indícios de esgotamento da tendência, quando acha que ela foi levada muito longe e se torna insustentável. Inicialmente, “rema só contra a maré”, mas, se seu comportamento generalizar-se, a crise ameaça.

Um mercado especulativo existe quando ativos são demandados simplesmente porque se espera que seus preços continuarão subindo, com pouca ou nenhuma relação entre estes preços e seus fundamentos - ganhos potenciais de dividendos, no futuro, devido ao empreendimento real que lastrea os ativos. Keynes (1936: 115) aplica o termo

<sup>6</sup> O índice Dow Jones da bolsa de valores de Nova York pode desabar em função de ordens de venda computadorizadas. Tipicamente o computador está pré-programado para vender ou uma ação ou uma variedade delas assim que se atinja um determinado nível. Isso obriga os administradores de portfólio a se disciplinarem, para garantir que se faça uma venda assim que o preço de uma ação ou índice tome-se excessivamente elevado. Um segundo programa pode atingir o mercado, estimulado pela súbita queda - funciona com instruções de vender assim que o esperado *sell-off* comece. Os programas também podem ser desativados, quando a direção do mercado parece ter virado.

*especulação* à atividade que consiste em prever a psicologia do mercado e o termo *empreendimento* à que busca prever a renda provável dos bens durante toda sua existência. Segundo Raines & Leathers (1994: 739), “dada a maneira pela qual os participantes do mercado tomam decisões de comprar e vender ativos, o risco de predomínio da especulação sobre o empreendimento cresce na medida em que os mercados de ativos se tornam mais organizados para providenciar liquidez”.

Keynes (1936: 116) observa que “os especuladores podem não causar dano quando são apenas bolhas num fluxo constante de empreendimento; mas a situação torna-se séria quando o empreendimento se converte em bolhas no turbilhão especulativo. Quando o desenvolvimento do capital em um país se converte em subproduto das atividades de um cassino, o trabalho tende a ser malfeito”.

O modelo de Galbraith (1987) não se propõe a explicar como a mania especulativa se inicia, mas identifica características essenciais dessa mania. A mais importante é a fé irrealista, surgida na euforia da alta, de que a elevação de preços irá continuar - “oposicionistas e dissidentes são ridicularizados por não entenderem o ‘novo mundo’ (...) pobres acreditam no súbito enriquecimento”... O instinto puramente especulativo leva as pessoas não só acreditarem que os valores irão crescer ainda mais, mas também a crer que possuem a genialidade especial de cairer fora antes de o mercado desabar. Com isso, uma condição inerentemente instável é criada. Inovações financeiras como a securitização<sup>7</sup>, que abre espaço nas carteiras de crédito bancário, para a alavancagem financeira de *fundos hedges*, estão no âmago das compras de ativos ocorridas durante uma bolha especulativa. A atuação do governo pode ser tanto estimulante quanto desestimulante. Quando o sistema tributário não taxa progressivamente a renda, propicia renda disponível para aplicações especulativas. Mas, uma alta taxa de juros, imposta pela autoridade monetária, para combater a inflação, pode “furar” a bolha.

Então, perdas ocorrerão. Nesse auge especulativo, o mercado é inerentemente instável. Em algum ponto, algo - ninguém pode precisar *quando* ou *o que*, pode ser uma informação ou notícia [news] - disparará a decisão de cair fora. A queda inicial persuadirá outros de que a hora chegou, e mais outros, e então o maior desabamento virá.

É interessante repetir que os aplicadores *grafistas* analisam o comportamento do mercado como determinado pela média das opiniões de todos os aplicadores, depois de interpretar os fundamentos macroeconômicos. Usando a metáfora do “concurso de beleza”, Keynes (1936: 114) conclui: “empregamos a nossa inteligência em antecipar o que a opinião geral espera que seja a opinião geral”. No caso da sequência de *boom* e crise, em antecipar o que o mercado espera que seja a reação do mercado à notícia de medida de política econômica.

Dai que os bancos centrais têm conhecido um real sucesso em estabilizar suas taxas de câmbio em níveis muito próximos de sua própria visão dos fundamentos. Cartapanis (1996: 126) adverte: “a capacidade de influência dos bancos centrais, na fixação das taxas de juros e nas intervenções sobre os mercados de câmbio, é real, mas jamais é garantida. Isto depende dos contextos, mais ou menos especulativos, e dos jogos de opiniões que se expressam no mercado”. O mercado aparenta, em certas situações, um mercado de rumores no qual domina um pequeno grupo de participantes, que se influenciam mutuamente e procedem antecipando suas reações mútuas.

Isso significa que os participantes não deixaram totalmente de ter em conta os fundamentos, pois a análise destes é necessária, no mínimo, para tentar antecipar as inflexões futuras das políticas econômicas. Os operadores constituem uma população de *experts*, mas enfrentam uma situação de incerteza radical ao depararem-se com

7

*Securitização* é a emissão de títulos financeiros com lastro em créditos a receber, ou seja, os bancos “empacotam” seus recebíveis e repassam-nos num mercado secundário, principalmente a investidores institucionais que aplicam a longo prazo. Aumenta a fragilidade financeira do devedor, que perde a possibilidade de refinanciamento bancário, em caso de frustração de sua rentabilidade esperada.



configurações macroeconômicas e políticas desconhecidas. Assim, as intervenções dos bancos centrais tornam-se fundamentais, pois modificam a informação de que dispõem os operadores<sup>8</sup>.

Certos economistas defendem a hipótese de que as intervenções são mais eficazes quando os agentes *grafistas* estão em maior número, postulando que este tipo de investidor - com maior sensibilidade aos rumores - é mais sensível que os outros à presença dos bancos centrais no mercado<sup>9</sup>. Evidentemente, o sucesso de um banco central em controlar uma crise cambial depende do vigor e da credibilidade dos sinais que endereça ao mercado, ou seja, da consistência dinâmica de sua política com o estado dos fundamentos - situação orçamentária, estoque de dívida pública, taxa de inflação, déficit nas transações correntes, etc.

A hipótese de Cartapanis (1996: 137) é que "embora existam numerosas condições permissivas que tornam possível a aparição de bolhas especulativas endógenas, a realidade macroeconômica permanecerá presente sobre o mercado. A configuração das transações correntes e a distribuição dos déficits orçamentários em escala mundial estão longe de serem estáveis e chegam a modificar o nível de repartição de estoques de ativos selecionáveis, assim como as antecipações dos operadores e investidores. As orientações divergentes das políticas monetárias criam diferenciais de taxas de juros que não deixam os mercados insensíveis".

#### TEORIA APLICADA: NÍVEL AMÉRICA LATINA

Todos os *booms* registrados na América Latina tiveram em comum as condições de liquidez global excessiva, que resultaram em influxos de capital, e os preços elevados ou estáveis das *commodities*. O fato de o regime ser favorável ao mercado ou intervencionista parece, para Pettis (1997), ter sido menos importante.

Os *booms* ocorrem, provavelmente, porque, nos períodos de grande liquidez, a tolerância dos investidores em relação aos perigos aumenta consideravelmente e os projetos de grande risco, mas que apresentam a perspectiva de alto retorno, são irrigados de capital. Historicamente, o influxo de capital, nos países em desenvolvimento na América Latina, deflagra um *boom* local de investimentos, que causa um surto de crescimento econômico. Entretanto, este nunca foi sustentável.

Pela análise da história econômica da América Latina, Pettis (1997) deduz que as atuais reformas não são novidade alguma e que elas nunca levaram ao crescimento econômico sustentável. Os únicos países, no mundo, que conseguiram atingir um crescimento econômico constante são aqueles em que o poder e a participação política são amplamente distribuídos. A partir da experiência desses países, é possível pressupor que o crescimento a longo prazo tenha mais a ver com a democracia e com o amadurecimento político. Assim, somente uma participação política ampliada, na América Latina, seria capaz de estender os benefícios do crescimento e, ao surgir a próxima crise de liquidez, impedir a oposição popular à atual reforma econômica neoliberal e a inadimplência no serviço da dívida externa.

Há economistas com a opinião de que o problema, para encontrar o caminho de crescimento econômico sustentado, está na baixa poupança agregada. Acreditam que,

<sup>8</sup> "Euforia irracional" - uma expressão que Alan Greenspan, *chairman* do Fed, usou em dezembro de 1996, e agora está firmemente estabelecida no léxico de Wall Street - bastou para provocar um frenesi de vendas de ações, tomando desnecessária uma elevação efetiva da taxa de juros. Mostrou preocupação da *inflação nos ativos* contaminar os preços de bens e serviços, ou seja, a *inflação corrente*, no futuro.

<sup>9</sup> Dow (1988) segue o seguinte esquema analítico: num sistema descoordenado, as forças reais impõem limites aos movimentos das variáveis financeiras; dentro desses limites, entretanto, a incerteza prevalecente a respeito do futuro tomaria a taxa de juros de mercado indeterminada; portanto, o livre jogo das expectativas a curto prazo dá margem para as autoridades monetárias - com seu poder - influir nas ditas expectativas, sinalizando para o mercado a taxa de juros básica.

enquanto não houver uma melhor definição de como criar mecanismos de poupança de longo prazo, os países da América Latina não terão como viabilizar um crescimento sustentado. Chegam a sugerir que os latino-americanos “não querem fazer o sacrifício necessário para financiar o crescimento”. Assim que as poupanças internas forem suficientes para substituir os investimentos estrangeiros - prosseguem - as economias da região escaparão da dependência em relação ao capital estrangeiro.

O problema, nessa visão pré-keynesiana de poupança, é que ela ignora o caráter *ex-post* desse agregado macroeconômico - efetivamente um resíduo contábil entre a renda e o consumo, ambos também agregados - e, portanto, que ele também não é sustentável. Na medida em que o aumento da poupança é um efeito do crescimento do investimento - daí, da renda - e não sua causa, pode simplesmente sumir no caso de uma guinada negativa da economia. Falando de sacrifício individual, essa “tese da escassez da poupança” se esquece do sofisma da composição...

Curiosamente, segundo Greider (1997), o problema para o capitalismo contemporâneo global é o inverso: estagnação ou colapso econômico ocasionados pelo “excesso de poupança”, nos países avançados, em consequência da redistribuição da renda em favor dos segmentos superiores. A difusão da nova tecnologia alimentou um surto de investimentos e ampliou imensamente a produtividade, mas a renda dos trabalhadores - ameaçados de desemprego e com baixa participação sindical - não aumentou na mesma proporção. Assim, a capacidade produtiva elevou-se num ritmo muito mais rápido do que a capacidade de absorção do mercado. A curto prazo, os aquinhoados pela repartição do excedente investem mais nos mercados de ativos: a onda de investimentos produtivos desencadeia uma expansão econômica e inunda de liquidez, p. ex., o mercado acionário. Num prazo mais longo, o risco é as expectativas quanto aos mercados emergentes não se confirmarem, as novas fábricas serem inaproveitadas, o desemprego se avolumar, num círculo vicioso, que mostrará que a era de prosperidade permanente esperada não passava de mais uma bolha especulativa.

Achando que aumento da poupança interna se alcança com desestímulo do consumo e estímulo das aplicações financeiras, uma política daí derivada pode acabar por, em vez de ofertar maior financiamento aos investimentos, dar maior volatilidade ao capital, servindo para alimentar uma fuga de capital. No lugar de amortecer o impacto da volatilidade dos fluxos internacionais de capital, pode exacerbar essa volatilidade por provocar o corte da demanda agregada interna.

Mesmo a fórmula “salvadora”, para sustentar o crescimento, forçando “poupanças compulsórias” em fundos de pensão, talvez não resolva o problema, se não houver estabilidade nas regras institucionais. Historicamente, a experiência brasileira, p. ex., mostra que, em momentos de crise, governos - “em nome da salvação nacional” - costumam tomar empréstimos compulsórios dos próprios fundos de pensão.

Por tudo isso, e mais o exemplo da história norte-americana do século passado - quando o governo tinha um importante papel ativo no estímulo e no protecionismo da indústria nascente -, Pettis (1997) sugere que o crescimento sustentável deve ser o resultado da *combinação pragmática e heterodoxa* de política focalizada para ajudar a produtividade e a competitividade da indústria nacional e de fluxos livres de capital. Sem uma verdadeira participação política popular - em que os movimentos populares conseguem repetidamente assumir o poder, para distribuir uma parte dos benefícios do crescimento -, os mercados latino-americanos emergentes não se manterão à tona, quando a liquidez global voltar a se contrair outra vez...

Por fim, Pettis (1997) adverte que “seria tolice confundir esse [surto de] crescimento [devido ao atual ciclo de liquidez abundante] com o êxito do Consenso de Washington”. Aliás, *The Economist* (apud GM, 8/12/96) informa que o próprio “pai do Consenso de Washington”, John Williamson, para evitar o rumo da personalização do poder, que inverte prioridades - desviando a atenção da construção de baluartes democráticos institucionais para a reeleição -, propõe uma nova orientação, batizada de “o consenso de Santiago”: fortalecer o Estado; aprimorar a supervisão; fortalecer as

instituições (justiça, partidos, sindicatos, contratos, etc.); canalizar os gastos sociais para onde eles são mais necessários: ensino primário e saúde pública.

#### ARTE DA ECONOMIA: NÍVEL BRASIL

Um otimista vê uma oportunidade em cada calamidade; um pessimista vê uma calamidade em cada oportunidade. O pessimista é aquele que se sente mal quando está bem, de medo de sentir-se pior quando melhorar. Sensato é não forjar males imaginários, sabendo que se tem de defrontar com males verdadeiros. Na política maniqueísta, a situação é otimista; a oposição é pessimista.

As atuais previsões econômicas são otimistas. Em 1997, pela primeira vez desde 1985, segundo a OCDE, todas as principais nações industrializadas crescerão. A inflação média mundial deverá cair para seu nível mais baixo em quase 30 anos. Os condutores da política econômica brasileira se deparam com oportunidade inusitada<sup>10</sup>, para alongar o ciclo expansivo.

Uma tendência ao crescimento tão generalizada não tem precedentes nos tempos modernos. Desde antes da Primeira Guerra Mundial, praticamente todos os países do mundo, ricos e pobres, não desfrutavam, simultaneamente, de um forte crescimento sustentado. A questão agora é se um maior crescimento sincronizado nos diferentes países tornará mais difícil o controle da inflação. Vão se formando pressões inflacionárias à medida que uma forte demanda em um país extravasa para outros países. Um crescimento mais vigoroso pode acabar chegando aos preços das *commodities*, afetando as economias que se encontrarem próxima do pleno emprego, como a norte-americana.

*The Economist* (apud GM, 13/1/97) alerta que “um crescimento mais sólido fora dos EUA também deverá pressionar para baixo o dólar, a não ser que as taxas de juros americanas subam. Isso também contribuiria para aumentar as pressões inflacionárias”. Aumentam assim os temores dos investidores de que o *Fed* (banco central americano) possa elevar a taxa de juros, mais adiante, a fim de esfriar a economia que continua a crescer. Mas o *chairman* do *Fed* tenta acalmá-los, lembrando que o “paradigma da insegurança no emprego” tem ajudado a moderar as pressões por aumento dos salários. A atualmente baixa inflação norte-americana foi obtida com elevada ansiedade...

A euforia envolve a *Business Week* (apud GM, 22/1/97). “Longe de ser o desastre que se previa, o colapso de Bretton Woods conduziu a uma era totalmente nova em termos de finanças. O câmbio flutuante facilitou investimentos através das fronteiras, estimulou o desenvolvimento de novos produtos e derrubou os controles sobre o capital e outros regulamentos financeiros. (...) Na realidade, o esgarçamento de Bretton Woods foi muito benéfico para a economia mundial. O comércio não implodiu, ao contrário. Há 25 anos atrás, comércio mundial, avaliado em termos nominais, era de US\$ 300 bilhões. No ano passado [1996], chegou a US\$ 5 trilhões - um ganho assombroso de mais de 17 vezes”.

O comércio internacional tem sido um grande motor do crescimento econômico, para alguns países. Na média anual 1990-95, o aumento da produção mundial foi de 1,5% contra os 7,5% do comércio. O comércio exterior do Brasil, no entanto, não ganha participação relativa<sup>11</sup>. Desde 1950, a exportação brasileira detém, em média, somente 1%

<sup>10</sup> O FMI faz a seguinte previsão de crescimento, em 1997, países ricos: 2,5%; América Latina: 4%; Rússia e Europa Oriental: 4%; países asiáticos em desenvolvimento: 7,5%. A previsão é de que os próximos anos (1997-2001) mostrarão o período de maior crescimento global desde o começo do século: 4,4% a.a., muito acima da média de 3,2% dos últimos 20 anos.

<sup>11</sup> O fluxo comercial (exportação mais importação) do Brasil, em 1974, foi de US\$ 20,6 bilhões; em 1996, atingiu US\$ 101 bilhões, multiplicando-se cerca de 5 vezes. Como o PIB multiplicou-se quase 7 vezes - em 1974, era de US\$ 109,7 bilhões; em 1996, US\$ 697 bilhões - a relação entre o comércio exterior e o PIB, na realidade, decresceu de 1974 (18,7 %) a 1996 (14,5%). A OMC aponta a taxa de crescimento de 7% da exportação brasileira, em 1995 (1996: 2,67%), como a menor entre as dos 50 principais

do comércio mundial; a exceção ocorreu durante a crise da dívida externa, no início dos anos 80, porém à custa de duas máximas valorizações cambiais, que dobraram o patamar inflacionário, e de recessão. Em 1984, a exportação brasileira atingiu 1,5% do comércio mundial. Até 1993, gerou-se, ano a ano, um mega superávit comercial para pagar dívida externa brasileira; as importações deixaram o país praticamente em nível *semi-autárquico*. Foi uma década perdida em termos de crescimento. Mas, a partir do lançamento do Plano Real, alterou-se a política cambial brasileira<sup>12</sup>.

A "âncora cambial" depende das reservas internacionais do país. Para elevá-las, em cerca de US\$ 50 bilhões (para US\$ 60 bilhões), foi necessário um aumento brutal da remuneração das aplicações em dólares no Brasil<sup>13</sup>. No entanto, em 1996, mudou a qualidade do financiamento externo. O *investimento direto* estrangeiro tornou-se o principal movimento de capital privado em direção aos países em desenvolvimento, cerca de 5 vezes o volume de *investimentos de portfólio* (em bolsa de valores), devido a pressões competitivas, novas tecnologias, privatizações, políticas governamentais de atração de capital estrangeiro<sup>14</sup>.

A previsão do MFC para o investimento direto estrangeiro no Brasil, em 1997, é de US\$ 16 bilhões; alguns economistas falam em até o dobro do ano passado. Coopera para a manutenção do superávit no balanço de pagamentos brasileiro, com as entradas na conta de capital continuando a cobrir o crescente déficit em transações correntes (1996: 3,27% do PIB - o maior dos últimos 16 anos) e no balanço comercial (1996: US\$ 5,5 bilhões - também recorde histórico).

O balanço comercial, atualmente, tem um déficit estrutural pela composição das importações - principalmente de componentes e peças, além de insumos -, vinculadas aos investimentos diretos e aos financiamentos dos fornecedores, que é difícil corrigir, dentro do modelo de crescimento adotado, por recessão e/ou desvalorização cambial. A preocupação dos economistas de oposição é que o país está fazendo um déficit para atender o aumento de consumo, provocando uma dívida externa que não vai gerar receitas para pagá-la. O capital externo que está entrando no Brasil com o objetivo principal de comprar empresas nacionais (estatais e privadas); mais adiante, vai aumentar as importações, para modernizá-las, e as remessas de dividendos aos acionistas estrangeiros, tudo isso agravando o déficit em transações correntes.

Dentro desse contexto macroeconômico, entre otimistas e pessimistas, com suas previsões discrepantes, onde a cautela sugere se colocar? Como empregar a inteligência em antecipar o que a opinião geral espera que seja a opinião geral a respeito das próximas medidas da política econômica brasileira?

Talvez, o seguinte quadro, com uma **sequência causal de fatos estilizados que detona uma crise bancária e de balanço de pagamentos**, num país que adota um *regime câmbio fixo ou de bandas*, ajude a raciocinar.

comerciantes do mundo (todos outros tiveram-na acima de 10%); no entanto, o aumento das importações brasileiras, em 1995, foi de 49% (atrás apenas da Turquia com 53%). Naquele ano, o Brasil situou-se no 26º lugar entre os maiores exportadores e no 23º entre os maiores importadores.

<sup>12</sup> Entre jul/1994 e dez/1996, o câmbio foi desvalorizado, em termos líquidos, 3,94%, enquanto o IPC/FIPE variou 60,26%; o IGP-M, 46,5%; o IPA-industrial, 21,68%. Em 1996, o IPC/FIPE apontou 10,3%; descontando-se o PPI americano (2,87%), obtém-se a desvalorização cambial do ano: 6,88%, ou seja, mais uma vez *sem desvalorização real*, à semelhança de 1995. Entretanto, verifica-se uma aceleração maior da desvalorização, no 2º semestre de 1996.

<sup>13</sup> CDI deflacionados em dólares pagaram, em dez/1991: 13,1% ao ano; 1992: 46,9%; 1993: 28,7%; 1994: 73,2%; 1995: 33,2%; 1996: 18,9%.

<sup>14</sup> A UNCTAD aponta o seguinte *fluxo de investimentos diretos* para o Brasil (em US\$ bilhões): 1991: 1,1 ; 92: 2,1; 93: 1,3; 94: 3,1; 95: 4,9; 96: 9,4.

1. *queda da taxa de inflação* = f( fixação do câmbio em economia dolarizada )
2. *bolha de consumo* = f( aumento do poder aquisitivo médio real )
3. *expansão do crédito bancário* = f( aquecimento da demanda; compensação da perda do ganho inflacionário com *floating* )
4. *resíduo inflacionário* = f( método de cálculo; desindexação gradativa; lenta convergência de variações dos preços relativos dos bens comercializáveis e não comercializáveis a nível internacional )
5. *sobrevalorização cambial* = f( moeda nacional não se desvaloriza pela inflação )
6. *déficit no balanço comercial* = f( queda da exportação; aumento da importação )
7. *esmagamento das margens de lucro* = f( > competição; < competitividade )
8. *corte do crédito doméstico* = f( aumento da inadimplência )
9. *busca de financiamento externo* = f( déficit nas transações correntes )
10. *insustentabilidade da reserva cambial* = f( percepção pelo mercado financeiro da situação dos macrofundamentos e/ou do ponto de inflexão )
11. *flexibilização do regime cambial* = f( ataque especulativo à moeda nacional )
12. *crise bancária* = f( refluxo de capital externo; queda dos preços dos ativos )
13. *dificuldade de defesa com alta dos juros contra ataque especulativo à taxa de câmbio* = f( risco de crise sistêmica )
14. *mecanismos de defesa contra perda de reservas internacionais*: controle de fluxos de capital; mudança de regime cambial.

## CONCLUSÃO

Na hora da morte é quando os homens são dotados de visão profética - como esta não é uma hipótese falsificável, não há profecia certa... pelo menos, de *onde* e *quando*. Ainda mais, quando se trata do futuro da nação, na economia.

Alguns dos "pais do Plano Real"<sup>15</sup> - especialistas em política macroeconômica para a estabilização de curto prazo - afirmam que o desenvolvimento econômico é, quase exclusivamente, um processo educacional. Fundamentam essa visão profética na teoria do capital humano, com uma *explicação monocausal*: do investimento em educação básica e saúde pública decorrerá, naturalmente, o aguardado crescimento econômico auto-sustentado. Com educação se resolveria, via mercado, o problema nacional do emprego e da distribuição de renda! Parece que o horizonte de curto prazo obscureceu a lembrança de que a hipótese simplificadoras, para a determinação da oferta agregada - "todas as flutuações da produção devem refletir mudanças no insumo mão de obra, porque o nível do insumo de capital permanece inalterado" -, só seria válida nesse curto prazo. Ocorre que, pelo próprio *mainstream*, o produto é uma função do capital e da mão de obra usada na produção com a tecnologia disponível, ou seja, envolve capital *físico*, *financeiro*, *tecnológico* e, no caso de um país em desenvolvimento, capital *estrangeiro*<sup>16</sup>.

Na verdade, a definição política marcante do atual projeto de desenvolvimento seguido pelo governo brasileiro é a de que o papel do Estado continua fundamental somente na promoção de educação, saúde, tecnologia e comércio exterior, e não em um processo generalizado de intervenção econômica, como nas fases iniciais do desenvolvimento brasileiro. A acumulação de capital passa a ser realizada, isoladamente, pelo setor privado.

Resta, portanto, ao governo, além dessa área social, o controle da demanda agregada, regulando-a de acordo com o crescimento *mercantil* da oferta. Daí a expectativa atual de que o governo não tomará medidas para conter o aquecimento da

<sup>15</sup> Os "pais" são universais, pois foi a afluência de capital externo e o crescimento das reservas que permitiram a chamada "âncora cambial"...

<sup>16</sup> Em termos keynesianos, o emprego depende de decisões dos capitalistas e não de flexibilidade dos trabalhadores.

economia, no mesmo grau das que foram tomadas no início de 1995, quando - ao contrário da liquidez de agora - a fonte de recursos no exterior "secou" por causa da crise mexicana. Uma instável política de *stop-and-go*, de acordo com o calendário eleitoral, poderia assustar o investidor estrangeiro.

Um grande trunfo para atrair esse investidor é o fenômeno recente de *massificação do consumo de bens duráveis*<sup>17</sup>. Os brasileiros mais pobres tiveram um ganho de renda média de cerca de 28% apenas com a queda da inflação de 40% para 1% ao mês. O orçamento mais estável, em conjunto com a facilidade de crédito ao consumo, possibilitou um aumento de 30% nas compras de eletrodomésticos, que contam pontos nos *rankings* de classificação social<sup>18</sup>.

Apesar dos ganhos com a estabilização, os brasileiros ainda consomem uma quantidade baixa de bens duráveis, relativamente a outros consumidores, inclusive latino-americanos. Isto, conjuntamente com o tamanho absoluto de seu mercado e a juventude de sua população, torna o Brasil - na medida em que o *ciclo de renda* progredir - o país considerado, internacionalmente, com maior potencial para a expansão desse tipo de mercado, ao lado da China, da Índia e da Coreia do Sul. Em busca dos consumidores emergentes, os investidores multinacionais estão fugindo do cenário de moderação no consumo, nas economias desenvolvidas.

A conclusão a que se chega, por todas as informações arroladas, é que o governo vai tentando ganhar tempo, enquanto "surfa" - com mais ou menos habilidade - a onda temporária de liquidez internacional. O discurso oficial de que as dificuldades no balanço comercial só ocorrem enquanto os projetos de investimentos diretos maturam, mas, após 1999, se resolverão, não é muito convincente, pois o que se esboça é um projeto de desenvolvimento voltado *para dentro* (produção de bens *non-tradeables* para consumo interno) com dependência externa de importações e financiamentos. Enquanto isso, vários problemas - balanço comercial, dívida pública, desemprego, etc. - se agravam.

Evidentemente, a sequência causal que detona uma crise bancária e de balanço de pagamentos não é inelutável. Num processo de *reflexividade*, as expectativas antecipam um futuro *imaginário* e as ações efetivas resultam num futuro *real*. As previsões se desmentem justamente por permitirem decisões frustradoras de qualquer determinismo histórico<sup>19</sup>.

A atitude passiva do governo faz lembrar a de um ex-presidente, que dividia os problemas em dois grupos: um dos insolúveis, outro dos que se resolviam por si só...

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

<sup>17</sup> Os últimos dados oficiais (set/96) da produção industrial brasileira revelam que, em 12 meses, a de bens de capital caiu em - 21,3%, a de bens intermediários em - 0,9%, enquanto a de bens de consumo não duráveis elevou em + 2,8% e duráveis em + 8,2%. O setor de bens de capital foi o mais afetado pelo processo de abertura comercial e já apresenta grave tendência de *desindustrialização* - substituição da produção doméstica. O seu *coeficiente de penetração* (importações/produção) elevou-se de 11,1%, em 1989, para 66,2%, em 1996.

<sup>18</sup> Uma parcela desses consumidores emergentes migrou de faixa: em 1996, segundo o Datafolha, as classes D/E diminuíram de 47% para 39% dos brasileiros, as classes A/B aumentaram sua participação de 19% para 23% da população. A PNAD/95 revela que, apesar de uma redução de 13 milhões de pessoas vivendo na pobreza absoluta, dois anos após a implantação do Plano Real, há ainda 30,4 milhões nessa condição.

<sup>19</sup> Por exemplo, previsões de choques exógenos - via juros internacionais, preços do petróleo, etc. - podem conduzir a uma reorientação da política econômica, através de financiamento oficial à substituição de importações e programas de estímulo às exportações, na tentativa de transformar o setor exportador no "motor" do crescimento econômico. A profecia de crise acaba não se cumprindo justamente por ter sido feita...

- BLAUG, M. A Metodologia da Economia. SP, EDUSP, 1993 (original de 1980).
- CARTAPANIS, A. Les banques centrales face aux marchés. Turbulances et spéculations dans l'économie mondiale. Paris, Economica, 1996.
- COSTA, F. N.. Ataque Especulativo de Soros. Campinas, mimeo, nov/1996.
- COSTA, F. N.. Mecanismo de Transmissão Monetário: Interação e Iteração. Economia & Sociedade. Campinas, Revista do IE-UNICAMP (5):159-179, dez/1995.
- DOW, J. C. R.. Uncertainty and the financial process and its consequences for the power of the central bank. Quarterly Review. Banca Nazionale del Lavoro, n° 166, sept/1988.
- GALBRAITH, J. K.. The 1929 Parallel. The Atlantic Monthly (jan/1987: 62-66).
- GREIDER, W.. One world, ready or not: the manic logic of global capitalism. NY, Simon and Schuster, 1996.
- KAMINSKY, G. L. & REINHART, C. M.. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. Washington, FED/FMI (draft), feb 10, 1996.
- KAWAL L. FERREIRA, C.. O financiamento da indústria e infra-estrutura no Brasil: crédito de longo prazo e mercado de capitais. Campinas. Campinas, Tesê de Doutorado pelo IE-UNICAMP, jul/1995.
- KAY, J.. Rachaduras na bola de cristal. Financial Times. *apud* GM, 22/10/95.
- KEYNES, J. M.. A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. SP, Abril Cultural, 1983 (original de 1936).
- ORMEROD, P.. A Morte da Economia. SP, Companhia das Letras, 1996.
- PETTIS, M.. A armadilha da liquidez. Foreign Affairs. Edição brasileira - publicação da Gazeta Mercantil, 17/01/97.
- PITOSCIA, R.. Como prever o futuro do mercado de ações. Jornal da Tarde, 28/10/85.
- PLIHON, Dominique. A ascensão das finanças especulativas. Economia & Sociedade. Campinas, Revista do IE-UNICAMP, (5):61-78, dez/1995.
- POPPER, K.. The Logic of Scientific Discovery. NY, Harper Torchbooks, 1959.
- RAINES, J. P. & LEATHERS, C.. The new speculative stock market: why the weak immunizing effect of the 1987 crash? Journal of Economic Issues. Vol. XXVIII n° 3, sept/1994.
- SOROS, George. A Alquimia das Finanças. RJ, Nova Fronteira, 1996 (original de 1987).