

Política econômica e o Bundesbank: o Modelo Sueco *versus* o Modelo Alemão*

Hans-Michael Trautwein**

1 - Introdução

Houve um tempo em que o livro-texto dos sistemas econômicos mundiais era dividido em três vias. A primeira levava para o Oeste. Era a Via Americana, uma economia de mercado, onde o indivíduo era livre para buscar a felicidade e livre para fracassar. A segunda via levava para o Leste. Era a Via Soviética, uma economia centralmente planejada onde o Big Brother tomava conta de você. A terceira via tinha muitas direções. Era basicamente compreendida como uma economia de mercado onde a competição se misturava com cooperação, co-determinação, redistribuição ou alguns de tais elementos "socialistas". Em alguns momentos, houve várias terceiras vias de diferentes nacionalidades, apontando para o oeste, o sudoeste ou o centro da Europa.¹ Entretanto nenhuma delas foi tão prolongada e popular quanto a Via Sueca. Durante muitos anos, o "Modelo Sueco" parecia um desses paraísos paradoxais que só se encontram em contos de fada. Foi esse o país afluente em que multinacionais privadas (tais como ASEA, também conhecida como ABB, Eletrolux, Ericsson, SKF e Volvo) conviviam amistosamente com um Estado de Bem-Estar Social, que assis-

* Revisão técnica de Carlos Roberto Winckler e de Luiz Augusto Estrella Faria.

** Economista e Professor da Universidade Hohenheim, na Alemanha.

¹ Exemplificado pela **planificação** na França, pelas **empresas de propriedade dos trabalhadores** na Iugoslávia e pelos diversos experimentos com o **socialismo de mercado** na Tchecoslováquia (primavera de 1968) e na Hungria.

tia a população desde a infância até a velhice, numa cultura política que combinava o princípio da neutralidade com tonalidades igualitaristas.

Por volta de 1990, a Via Soviética atingiu seu fim, e as economias do Leste voltaram-se para os caminhos longos e tortuosos da transformação. Entretanto a questão de qual direção tomar nunca foi realmente colocada. Desde o princípio, parecia claro que tinha que ser — com alguns atalhos e desvios — a Via Americana. Se a política social é discutida sistematicamente, o modelo de referência tende a ser o alemão ao invés do sueco — ou, para falar em termos mais gerais, o princípio do subsídio ao invés do princípio da igualdade. Uma terceira via, e em particular a Via Sueca, está fora de questão. Por quê?

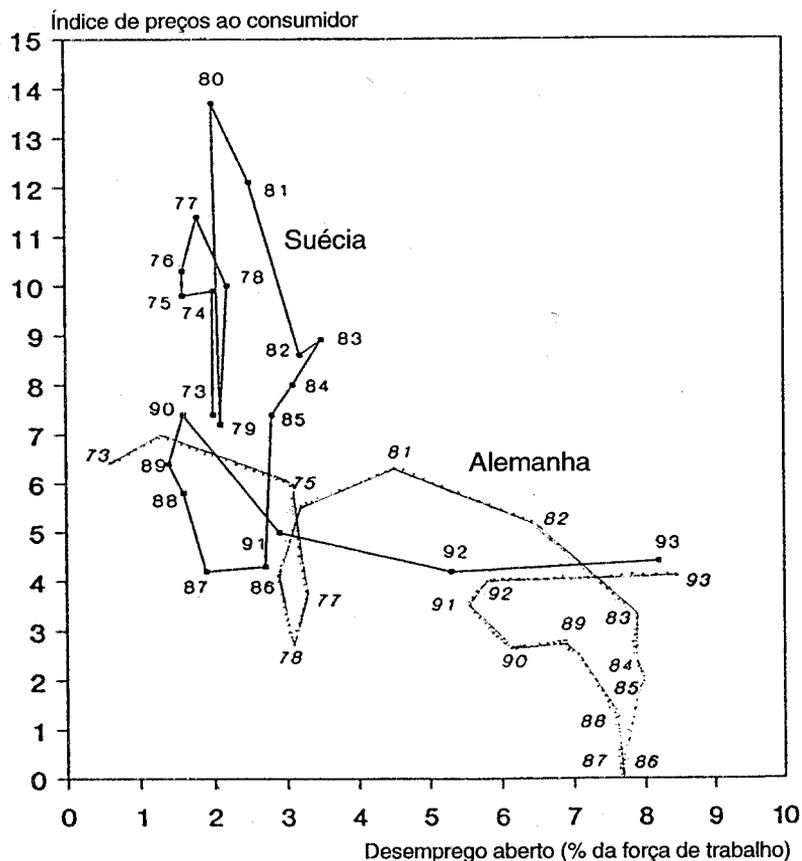
Se perguntarmos às pessoas na Alemanha e na Suécia, a maioria das respostas, de um modo ou de outro, apontarão o Bundesbank alemão — de diferentes perspectivas e por razões diametralmente opostas. Alguns o vêem como um elemento central do sucesso, outros o vêem como uma das principais causas do fracasso. Alguns o vêem como a âncora da estabilidade monetária, outros o vêem como um ditador da desestabilização da taxa de juros. Como de costume, quando pessoas concordam ou discordam sobre a mesma questão, há alguma verdade em ambas as posições. Em outras palavras, não há uma verdade simples. Assim, este artigo procura simplificar uma história complicada: a história da transformação da Suécia em direção ao Sul, que, como o autor apenas pode esperar, talvez seja de algum interesse para a transformação do Leste Europeu em direção ao Oeste, apesar de todas as diferenças.

Até 1990, a transformação das economias da Europa Ocidental no Pós-Guerra podia ser estilizada como uma sucessão de altos e baixos. As duas histórias de sucesso que mais se destacaram foram a da Alemanha Ocidental e a da Suécia. Ambos os países eram relativamente pobres ao final da Segunda Guerra Mundial. Nas novas linhas de frente da Guerra Fria na Europa Central, a Alemanha era uma economia industrial devastada. A Suécia, por sua vez, era uma economia intacta, mas um tanto atrasada. Ambos os países ficaram ricos através da concentração e da especialização de suas pequenas economias abertas em torno de suas indústrias de exportação. Entretanto, afora outras diferenças fundamentais (tais como o tamanho das populações e a composição das exportações), suas políticas econômicas eram visivelmente diferentes de muitas maneiras. O contraste pode ser ilustrado e discutido mais claramente em termos da muito debatida Curva de Phillips, que mostra a relação (*trade-off*) entre a inflação e o desemprego

(Figura 1). Uma olhada nos anos entre 1973 e 1990, quando as diferenças são realmente importantes, revela uma curva aguda na Suécia e uma curva suave na Alemanha, indicando a alta prioridade dada ao emprego na Suécia e a alta prioridade dada à estabilidade do nível de preços na Alemanha.

Figura 1

Inflação e desemprego na Suécia e na Alemanha — 1973-93



FONTE: OECD, Economic Outlook and Main Economic Indicators.

Uma olhada na década de 90 sugere que a Suécia teve que se submeter a uma **segunda** transformação, passando de uma economia de pleno emprego para uma economia de baixa inflação. Assim, parece que, a longo prazo, o Modelo Alemão obteve sucesso, ao passo que o Modelo Sueco fracassou. O que causou esse fracasso? Como, no Leste Europeu, muitas pessoas culpam o antigo sistema pelo fracasso, no caso da Suécia culpam o Modelo Sueco "original". Semelhantemente ao que ocorre no Leste Europeu, algumas pessoas atribuem a culpa às turbulências da transformação — no caso sueco, à desregulamentação dos mercados financeiros, à reforma fiscal, etc. Outros, ainda, responsabilizam algum fator externo — na maioria das vezes, a política de juros do Bundesbank alemão. A resposta acadêmica, evidentemente, é que todos os três (blocos de) fatores interagiram.

Mas interagiram como? Nas seções seguintes, identificar-se-ão algumas causas da crise sueca em conflitos que são inerentes **tanto** ao Modelo Sueco **quanto** ao Modelo Alemão. Esses conflitos produziram uma incompatibilidade fundamental de ambos os modelos a nível internacional. Nesse contexto, algumas coisas precisam ser ditas sobre o quanto o Bundesbank deve ser responsabilizado pelo fracasso sueco e sobre quanto crédito deve ser lhe atribuído pelo sucesso alemão. Mostrar-se-á que a incompatibilidade dos modelos não assegura a conclusão muito difundida de que a política econômica na Suécia (e alhures) poderia e deveria copiar o Modelo Alemão. Ao contrário, a combinação alemã de uma forte orientação exportadora com a posição de âncora do marco alemão atravanca a "exportação de estabilidade sustentável" para outras pequenas economias abertas. Em geral, esse problema é explicado pela assimetria no Mecanismo de Taxas de Câmbio Europeu, que é tanto sua condição básica de funcionamento quanto um notório pomo de discórdia. A Suécia sofreu mais fortemente essa assimetria, quando se vinculou unilateralmente ao sistema monetário europeu. No entanto, em princípio, o processo em andamento de integração da Alemanha e da Europa pode reduzir os conflitos da assimetria monetária — na medida em que o financiamento da transformação da Alemanha Oriental e a harmonização dos mercados financeiros na Europa minam a posição dominante do marco alemão. A questão final é, assim, se o crédito do Bundesbank será capaz de sustentar a Alemanha através de sua **segunda** transformação, isto é, através de sua unificação e da integração européia.

2 - A ascensão do Modelo Sueco

Discutir várias décadas de política econômica de dois países é uma tarefa complexa. Discuti-las como "modelos" tende a superestimar os poderes da engenharia social.² O sucesso depende de coisas certas acontecerem no momento certo, dando força às idéias certas. Muitos acontecimentos estão além da influência dos responsáveis pela construção dos modelos. Através de alguns períodos nas histórias recentes da Suécia e da Alemanha Ocidental, contudo, os padrões de intervenção política e de resposta econômica foram suficientemente regulares para permitirem sua estilização em modelos específicos. Provavelmente, a maneira mais fácil de discutir esses padrões é organizar as causas realimentadoras do sucesso em diagramas em forma de circuito. Por mais emaranhados que possam parecer à primeira vista os círculos virtuosos das Figuras 2 a 4, eles nos poupam dos problemas da simplificação excessiva, ao mesmo tempo em que nos impedem de ficar perdidos nos detalhes.³

Para começar, os principais contrastes entre Suécia e Alemanha, no que diz respeito à origem de seu sucesso, podem ser expressos em termos do fluxo internacional de bens e de capitais e em termos do fator mobilidade dentro desses países. Em termos aproximados, pode-se dizer que a política econômica na Alemanha no Pós-Guerra restringiu o fluxo de mercadorias (importadas), ao mesmo tempo em que promovia a mobilidade do capital. A mobilidade da mão-de-obra era de qualquer modo alta, como resultado da grande migração rumo ao Oeste na esteira da guerra. A política econômica na Suécia, por outro lado, permitia e apoiava a entrada e a saída de mercadorias e era fortemente voltada ao aumento da mobilidade da mão-de-obra, ao mesmo tempo em que dificultava a mobilidade do capital dentro e através de suas fronteiras.

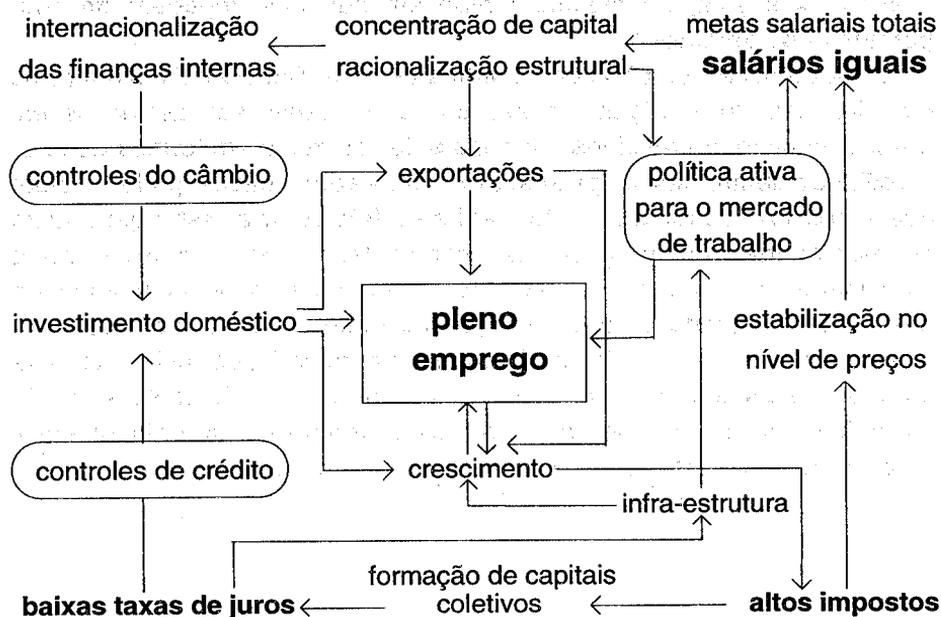
² Ver a cautela adotada por Lundberg (1985) com respeito ao Modelo Sueco.

³ É desnecessário dizer que a discussão de "modelos" por meio desses diagramas não nos dá mais do que esboços aproximados dos desenvolvimentos dessas economias no Pós-Guerra. Para uma história mais detalhada, ver as referências bibliográficas e o **OECD Economic Surveys** da Suécia e da Alemanha.

A estratégia sueca é ilustrada pela Figura 2 e pelos *slogans* "**pagamento igual para trabalho igual**" e "**impostos altos e juros baixos**".⁴ Se nos orientarmos pela opinião internacional, as pedras angulares do Modelo Sueco repousam claramente no mercado de trabalho, isto é, na combinação da "política salarial solidária" com a "política ativa para o mercado de trabalho" e outros instrumentos redistributivos complementares da política de bem-estar social. Essa combinação política baseava-se numa estreita cooperação entre os sindicatos — colarinhos azuis (*blue collar*) — e o Partido Trabalhista Socialista (hoje em dia, Social-Democrata), que ficou no governo entre 1932 e 1976 sem interrupção.

Figura 2

O círculo virtuoso do Modelo Sueco



⁴ Para um apanhado de diferentes discussões do Modelo Sueco, ver, por exemplo, Meidner e Hedborg (1984), Lundberg (1985), Hagemann e Trautwein (1990) e Lindbeck *et al.* (1993).

Desde o final da década de 50 até o final dos anos 70, a política salarial estava altamente concentrada em dois objetivos. O primeiro era manter os aumentos salariais em **níveis** que preservassem a competitividade das indústrias de exportação. O segundo era controlar as **estruturas salariais**, de modo a coibir pressões competitivas sobre os trabalhadores, que ou dividiriam os sindicatos, ou elevariam os níveis salariais. Diferenças salariais entre as empresas, ramos e sexos foram fortemente reduzidas, pois havia um consenso de que as empresas não deveriam compensar a baixa lucratividade pagando baixos salários. Na medida em que implicava um aumento de custos para as empresas de produtividade abaixo da média e uma redução de custos para as de produtividade acima da média, a política salarial solidária contribuiu para a racionalização estrutural, pois acelerou a saída de empresas marginais e "subsidiou" as empresas altamente rentáveis e em expansão.

A racionalização estrutural gerava a dispensa temporária de empregados (*lay-offs*). Portanto, a política **ativa** para o mercado de trabalho deveria tornar a produtividade elevada compatível com o pleno emprego. Promover a mobilidade e a flexibilidade da mão-de-obra através do treinamento, do retreinamento e da realocação era preferível a sustentar os desempregados com auxílio-desemprego. Nos anos 50 e 60, a política para o mercado de trabalho desempenhou um papel muito ativo nas enormes ondas de migração do norte do país para os centros industriais do sul da Suécia. A Administração Central para o Mercado de Trabalho (AMS) recebeu o apelido de *Alla Måste Söderui* (**Vá para o Sul!**), mas não havia muitas reclamações, pois os níveis salariais e o padrão de vida cresciam rapidamente, e o desemprego era mantido em patamares mínimos: 1 a 2,5 por cento.

A mudança estrutural nos setores agrícola e industrial exigia, é claro, grandes investimentos na infra-estrutura da economia. "**Impostos altos e juros baixos**" era a receita propagada por Gunnar Myrdal (1944). A formação de capital deveria vir sem os custos sociais de lucros privados elevados, manifestos em conflitos salariais, inflação ou em uma distribuição de renda "inaceitável". Os impostos altos objetivavam (a) evitar que a inflação fosse alimentada pelo excesso de demanda; (b) financiar a política para o mercado de trabalho; e (c) contribuir para "formação de capital coletivo" — em uma variedade de fundos que financiavam extensos programas de habitação — e para a expansão do setor público a juros baixos. Por outro lado, um regime nacional de juros baixos arriscava-se a gerar uma grande fuga de capitais ou,

alternativamente, uma inflação de demanda e um superaquecimento dos investimentos. Portanto, o setor financeiro foi submetido a um extenso controle de crédito e de câmbio.

Retrospectivamente, a combinação das políticas de equalização salarial, de impostos altos e de forte regulamentação do mercado de capitais pode parecer o caminho mais curto para o desastre. Nas décadas de 50 e 60, no entanto, as coisas pareciam bastante diferentes. Antes da falência do sistema de Bretton Woods, no início da década de 70, os controles de crédito e de câmbio restringiam a mobilidade do capital em todo o Mundo (com poucas exceções). Ademais, os controles de câmbio suecos restringiam a saída de capitais e os investimentos estrangeiros na Suécia, mas, o que é fundamental, não restringiam os investimentos diretos de companhias suecas no Exterior. Assim, as indústrias suecas podiam expandir-se rapidamente de duas maneiras: através da compra de competidores estrangeiros e pelas exportações. Enquanto a Europa estava, em geral, em reconstrução, a Suécia estava numa posição extraordinariamente boa para exportar matérias-primas e produtos industriais de alta qualidade. Ao mesmo tempo, as multinacionais suecas estabeleciam sua produção em fábricas espalhadas por todo o Mundo.

Tudo isso ajuda a explicar por que o capital privado prosperou na maior parte do tempo, não obstante as regulamentações dos mercados financeiros, os impostos (nominalmente) altos e a formação coletiva de capitais fazerem parte de uma restrição geral aos lucros. Os juros baixos tornaram a "restrição" viável pela diminuição tanto dos custos efetivos quanto dos custos de oportunidade dos investimentos reais. De fato, as limitações impostas pelo salário solidário, os impostos escalonados e um conjunto de outros subsídios contribuíram para a concentração de capital em grandes trustes e para a concentração da propriedade privada. A construção de indústrias de exportação fortes era um elo crucial para o crescimento liderado pelas exportações e para a estratégia de emprego que a Suécia seguiu nas décadas do Pós-Guerra. Mas a estratégia tendia a minar a si mesma, na medida em que provia as multinacionais de poderes e liberdades, para contornar os controles de crédito e câmbio. Essas liberdades transformaram-se em necessidades, quando o círculo virtuoso de salários iguais, impostos altos e juros baixos se tornou um círculo vicioso de inflação e déficit público no decorrer da década de 70. A longo prazo, mudanças fundamentais tornaram-se inevitáveis na construção do Modelo Sueco.

3 - A ascensão do Modelo Alemão

O milagre econômico alemão após a Segunda Guerra Mundial, *Wirtschaftswunder*, baseou-se numa estratégia dual de caráter mercantilista. Combinava uma forte orientação exportadora com restrições monetárias.⁵ Essencialmente, o Modelo Alemão consistia em estabelecer uma moeda forte (Marco I) e, desde então, defendê-la (Marco II). Na sua totalidade, isso requer uma minimização dos conflitos entre a estabilidade da taxa de câmbio e a estabilidade do nível de preços. Ao longo dos anos, contudo, a relação entre as metas e os instrumentos mudou de um foco direcionado à estabilidade **externa** (Marco I) para um foco direcionado à estabilidade **interna** (Marco II).

A escassez inicial de matérias-primas, de capital e de reservas monetárias comandou a reorientação das indústrias em direção aos mercados mundiais, que, por sua vez, demandaram restrições monetárias, de modo a estabelecer crédito internacional para o recém criado marco alemão. No Modelo Alemão — Marco I (Figura 3), a restrição monetária e o protecionismo seletivo complementavam a orientação exportadora com a substituição de importações. O mercado de capitais, por outro lado, estava comparativamente aberto às importações — em geral investimentos diretos de companhias norte-americanas. O acúmulo de reservas monetárias e a formação de capital privado eram conduzidos por um círculo virtuoso de poupança voluntária, devido aos juros altos, e poupança forçada, gerada pelos salários baixos. O nível da alta taxa de juros certamente ocasionou um forte entrave à rentabilidade do investimento real. Entretanto a produção industrial e as exportações eram sustentadas por uma distribuição desigual da renda, que se manifestava sob a forma de uma "ilusão de produtividade". Os salários reais eram baixíssimos após a Guerra e ficaram muito defasados em relação ao aumento da produtividade na década de 50. Por causa dessa "defasagem salarial", os juros altos eram compatíveis com lucros elevados e também ajudavam a preservar a estabilidade do nível de preços.

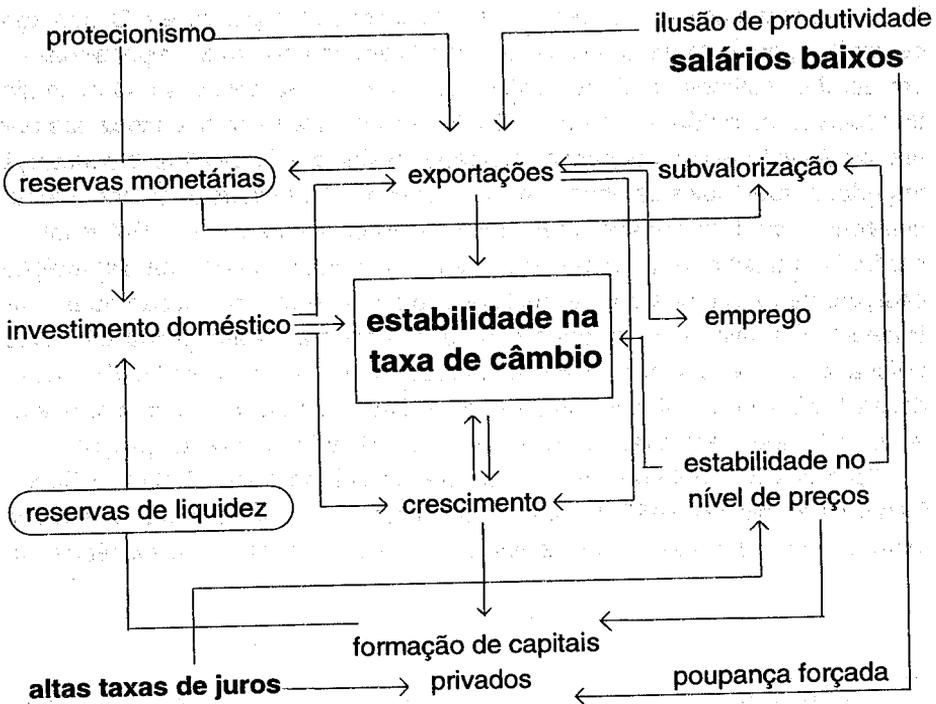
Ao invés de implementar um controle de crédito e de câmbio, o Banco Central (depois de 1957, Bundesbank) restringia-se a controlar a liquidez indiretamente, através de variações na taxa de desconto e da exigência de

⁵ Para discussões do Modelo Alemão, ver, por exemplo, Kregel (1963), Abelshauer (1983) e Spahn (1991).

reservas mínimas. Como o marco alemão tinha uma baixa cotação no Sistema Bretton Woods, as pressões do mercado pela sua revalorização eram continuamente contrabalançadas com o acúmulo de reservas monetárias. Sob a aparência de taxas de câmbio fixas, a desvalorização do marco alemão e as exportações dos produtos industriais alemães reforçavam-se mutuamente. Na medida em que o tesouro na caixa forte do Bundesbank crescia enormemente e na medida em que o nível de preços se estabilizava com a esterilização dos ingressos monetários através de juros altos, o marco alemão tornava-se mais e mais atraente como reserva monetária.

Figura 3

O círculo virtuoso do Modelo Alemão — Marco I



A tensão entre a desvalorização estimuladora das exportações e a valorização redutora das exportações indica um conflito fundamental no modelo alemão e explica, em alguma medida, a mudança do Marco I para o Marco II no decorrer dos anos 60. O sucesso no mercado mundial das indústrias alemãs tornou o protecionismo em boa medida obsoleto, pois barrava o acesso a mercados estrangeiros. Na formação da Comunidade Econômica Européia, a Alemanha tornou-se uma franca proponente do livre comércio. Nas oscilações do dólar que finalmente destruíram o Sistema Bretton Woods no final da década de 60 e início dos anos 70, o marco alemão adquiriu a posição de segunda reserva monetária mundial e de principal moeda européia. As turbulências especulativas nos mercados cambiais tornaram a esterilização dos ingressos de dólar impossível. A crescente "inflação de importações" desestabilizou os níveis salariais na Alemanha. Por fim, a fixação da cotação do dólar em relação ao marco tornou-se insustentável. O marco alemão tinha que ser fortemente revalorizado.

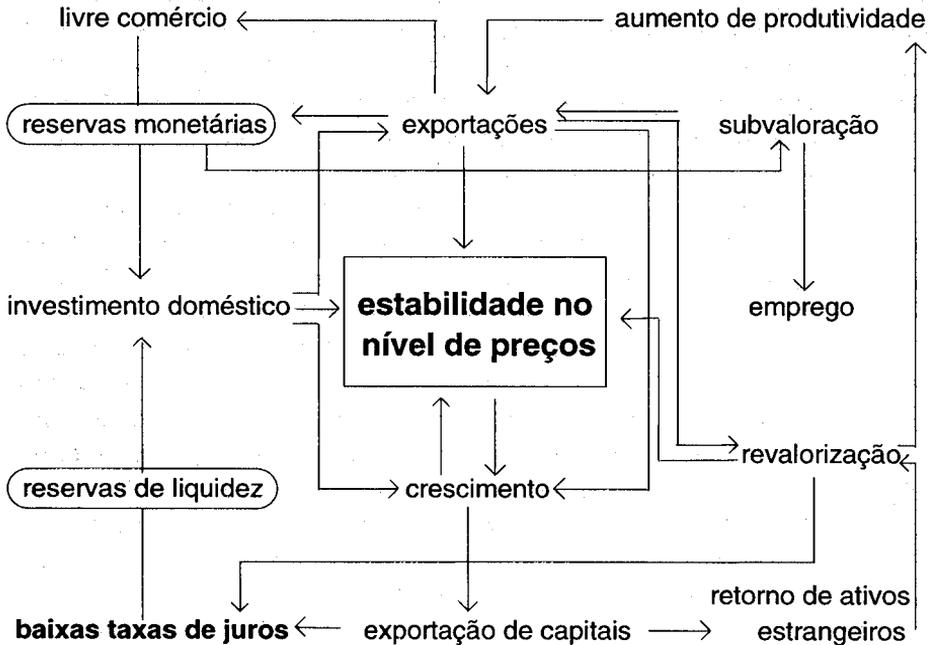
Os objetivos de uma estratégia de moeda forte calcada nas metas explícitas de taxa de câmbio de Bretton Woods passaram a metas implícitas referenciadas aos níveis de preços, que se tornaram a nova âncora nominal das taxas de câmbio na Europa (Figura 4). Nesse contexto, em que o destino de diversos países era "jogado" entre as organizações estabelecidas de salários, governos e Bancos Centrais, o Bundesbank foi um dos primeiros a impor restrições para desacelerar a inflação depois do choque no preço do petróleo em 1974-75. Durante os anos seguintes, o Bundesbank não hesitou em elevar as taxas de juros a níveis tais que o desemprego aumentou dramaticamente (Figura 1).

Durante as últimas duas décadas, o Bundesbank fortaleceu sua posição e sua credibilidade **tanto** através de restrições monetárias, que podem provocar surtos de desemprego "cíclico", **quanto** com revalorizações, que contribuem para aumentar os níveis de desemprego "estrutural". A política monetária, apesar disso, tem sido considerada como um elemento-chave no círculo virtuoso das estabilidades interna e externa. A estabilidade da taxa de câmbio no Sistema Monetário Europeu (SME) — European Monetary System (EMS) — criou margens para novas campanhas de exportação durante os longos períodos de desvalorização cumulativa do marco alemão. Por outro lado, a flexibilidade da taxa de câmbio em face ao dólar e a revalorização do marco alemão com os realinhamentos no SME forçaram as indústrias alemãs a manterem um alto ritmo de racionalização. Apesar de, a longo prazo, o nível de desemprego continuar aumentando, a estratégia da moeda forte era considerada como tendo efeitos positivos sobre o emprego. Tanto a desvalori-

zação quanto a revalorização eram vistas como promotoras das exportações, por darem às indústrias alemãs uma margem competitiva diretamente, no caso da desvalorização, e indiretamente, pela diminuição dos preços dos insumos de importação no caso da revalorização. Ademais, o baixo risco de desvalorização deu ao marco alemão um grande ágio, que, por sua vez, ajudou a diminuir as taxas de juros comparativamente ao resto do Mundo. Os baixos custos do capital estimularam o crescimento e ajudaram a manter o equilíbrio externo, pela indução às exportações de capital, que parcialmente compensaram o superávit na balança comercial. Durante a década de 80, a Alemanha passou a figurar entre os principais credores mundiais, com retornos cada vez maiores em seus ativos estrangeiros.

Figura 4

O círculo virtuoso do Modelo Alemão — Marco II



4 - A assimetria no Sistema Monetário Europeu

Uma das principais intenções por trás da institucionalização do SME no final dos anos 70 era a de construir um regime de taxas cambiais fixas **sem** a assimetria entre a moeda principal e as demais moedas, o que arruinara o Sistema de Bretton Woods. A Unidade Monetária Européia — European Currency Unit (ECU) —, uma cesta de moedas, deveria servir de âncora nominal para o mecanismo de taxa de câmbio (MTC). Correspondentemente, as obrigações e os custos dos ajustes da taxa cambial deveriam ser distribuídos igualmente num sistema complexo de tabelas de paridade, indicadores de divergência e regras de intervenção. Entretanto a ECU nunca funcionou como uma âncora, pois carecia — e ainda carece — da força de um meio geral de pagamento e reserva de ativos. Por diversas razões, o marco alemão era um candidato mais natural para esse papel. Ele possuía maior peso no comércio internacional e, conseqüentemente, também na cesta da ECU (mais de 30%). Ademais, era uma reserva monetária global e, portanto (devido a grandes externalidades geradas pelo mercado), quase automaticamente mais estável em seu valor que a ECU, que misturava moedas "fortes" e "fracas" na cesta. Assim, uma assimetria fundamental desenvolveu-se no mecanismo cambial — uma assimetria que, sob condições "normais" de mercado, tendia, e ainda tende, a tornar-se irreversível.⁶

A assimetria é um dos encargos do ajuste. Em um país com superávit crônico na conta corrente e uma moeda forte, que flutua próxima aos limites superiores das margens de intervenção, o Banco Central pode, em geral, restringir-se à compra de moedas estrangeiras — dólares norte-americanos e ienes ao invés de liras italianas, francos belgas ou outras moedas do SME. Um país de moeda forte dificilmente pode ser forçado a "enfraquecer" seu padrão de política monetária. Ao contrário, tenderá a esterilizar os influxos de moeda na esteira dos aumentos de exportações, através do aumento de juros ou de outra ação restritiva. Por outro lado, um Banco Central cuja moeda tende a cair abaixo dos limites inferiores precisa reduzir as reservas e aumentar as taxas de juros. As variações das taxas de juros num país de moeda forte podem

⁶ Sobre essa assimetria, ver, por exemplo, as contribuições ao volume editado por Degauwe e Papademos (1990), bem como Collignon (1990) e Spahn (1992).

causar fugas de capitais em países de moeda fraca. Portanto, os Bancos Centrais destes últimos precisam antecipar tais ações mesmo nos casos em que o "desequilíbrio" no sistema é causado pelo país de moeda forte — quando o Banco Central deste último aumenta a taxa de juros, de modo a influenciar as negociações salariais domésticas, ou para evitar a inflação em momentos em que as exportações para o Mundo fora do EMS aumentam (rápido "demais", por exemplo). Nesses casos, o Banco Central do país de moeda forte pode ignorar seus deveres de intervenção intramarginal. Isto é o que com freqüência o Bundesbank alemão tem feito, focando-se na estabilidade interna (do nível de preços) e nas relações de exportação fora do SME, isto é, na cotação do marco em relação ao dólar.

Entretanto a assimetria das reações em face aos desequilíbrios tem, em geral, sido pensada como geradora de uma estabilidade adicional do SME, pois induz gradualmente a uma simetria maior: foi sustentado que a assimetria forçaria todos os países de moeda fraca a "importarem" a estabilidade monetária interna pela subordinação de suas políticas econômicas nacionais à estabilidade externa. A política monetária restritiva no país âncora, isto é, na Alemanha, disciplinaria os outros países. A desinflação era vista como um passo necessário no caminho europeu rumo a uma integração economicamente sadia.

Difícilmente pode-se negar que a assimetria no MTC tenha produzido efeitos ajustadores nos países de moeda fraca. Mas pode-se duvidar que a construção atual do SME produza convergência a longo prazo. De fato, **tanto** o esforço em prol da União Monetária Européia (UME) — European Monetary Union (EMU) — **quanto** a incerteza atual sobre as condições de transição do SME para a UME encontram sua explicação em conflitos fundamentais que derivam da assimetria no SME. Várias tentativas de "importar estabilidade" têm contribuído para uma séria desestabilização de diversas pequenas e médias economias abertas na esfera do SME, ao longo das décadas de 80 e 90. A Suécia, apesar de não ser um membro formal do SME, pertenceu a essa esfera, devido ao fato de ter atrelado sua taxa de câmbio, primeiro a uma cesta de moedas comercialmente importante (de 1982 a 1991) e posteriormente à UME (de maio de 1991 a novembro de 1992). De fato, a Suécia possui hoje uma das economias mais desestabilizadas dessa esfera, e uma grande parte da instabilidade atual deve ser atribuída às tentativas de importar a estabilidade interna da estabilidade externa.

Antes de voltarmos à Suécia, deixem-me explicar os conflitos fundamentais em termos mais gerais. O problema nuclear é a "competição de exportações". A longo prazo, as moedas fracas das pequenas economias abertas só podem fortalecer-se por meio de balanças externas positivas com relação a outros países-membros. Entretanto não é possível que todos os países-membros tenham balanças positivas com relação a todos os demais, e os caminhos que levam da balança comercial negativa para a positiva são arriscados. Há, em geral, duas maneiras de fortalecer a posição de países de moeda fraca:

- a) os **realinhamentos** substanciais ajudam a aumentar a competitividade das indústrias de exportação nos países de moeda fraca. Contudo tais desvalorizações carregam consigo um grande risco de produzir problemas de credibilidade. Países de moeda fraca podem sofrer fortemente com os círculos viciosos de fugas desestabilizadoras de capitais, que têm como contrapartida aumentos nas taxas de juros e estagflação gerada pelo aumento de custos. Diversos países, tais como a França e a Itália, foram presos pela estagflação, que causaram e seguiram-se aos realinhamentos, nos anos entre 1979 e 1986;
- b) a **desinflação competitiva** é a outra maneira de fortalecer a posição dos países de moeda fraca. Ela anda lado a lado com a exclusão de futuras desvalorizações.⁷ No SME, nenhum realinhamento foi feito entre janeiro de 1978 e janeiro de 1990 nem entre outubro de 1990 e agosto de 1992, com o objetivo de enfatizar as intenções de transformar a cooperação monetária em união monetária. Essa estratégia requereu uma forte desinflação em alguns países de moeda fraca, que correram um grande risco de levar suas economias à beira de uma crise. O sucesso das estratégias de desinflação depende de muitos fatores estruturais específicos. Uma grande parte das condições específicas do sucesso pode, não obstante, ser expressa por dois critérios gerais. Em primeiro lugar, os governos têm de adquirir total controle dos déficits no orçamento público e da oferta de di-

⁷ Sobre a estratégia da desinflação competitiva, ver, por exemplo, Fitoussi *et al.* (1993).

nheiro. Em segundo, os custos sociais da deflação, isto é, perdas de capital e desemprego a longo prazo, não podem exceder os lucros marginais com as exportações e outros ganhos com as restrições monetárias.

Os critérios de uma deflação bem-sucedida puseram um dilema fundamental para algumas economias no decorrer da década de 80. A deflação requer controle monetário, o que os Bancos Centrais em questão não possuíam, ou estavam em vias de perder. Os mercados financeiros tinham que ser desregulamentados por causa de sua efetiva integração global e tinham que ser novamente regulamentados, pois os controles de crédito e câmbio haviam tornado-se ineficientes e precisavam ser substituídos por novos canais de transmissão de políticas monetárias "adequadas ao mercado". Entretanto a desregulamentação induziu à expansão do crédito, à formação de bolhas nos mercados de ativos e a fluxos mais fugazes de capital através das fronteiras, o que, por sua vez, produziu riscos e incertezas que se tornaram cada vez mais difíceis de calcular e controlar.

A mudança estrutural nos mercados financeiros encurralou alguns países europeus. A estabilização da taxa de câmbio veio a mostrar-se autoprejudicial, apesar de ser indispensável por razões políticas e econômicas (tais como acabar com as profecias auto-realizáveis de desvalorização). O crescimento global da década de 80, que foi alimentado pelos déficits norte-americanos (no orçamento e na conta corrente), **acrescido** da queda nos preços do petróleo, levou a políticas de juros pró-cíclicas naqueles países onde a desregulamentação financeira reforçava o crescimento. A estabilização das taxas de câmbio requeria taxas de juros relativamente baixas, de modo a coibir os influxos de capital em mercados altamente especulativos. Contudo o controle monetário sobre a inflação só pôde ser atingido pela elevação das taxas de juros quando a fase de descenso econômico começou, por volta de 1990. Nesse contexto, as políticas de desinflação aumentaram seus próprios custos sociais de um modo tal que — contrariamente à sabedoria de manual convencional — o comportamento regrado, independente e pragmático dos Bancos Centrais produziu exatamente aqueles problemas de credibilidade e, em alguns casos, desvalorizações substanciais, que eles haviam desejado evitar "a qualquer preço". O declínio do Modelo Sueco é um exemplo extremo de como a desinflação pode acabar com a credibilidade financeira.

5 - O declínio do Modelo Sueco

Os Modelos Sueco e Alemão têm sido frequentemente tomados como representantes de políticas monetaristas keynesianas. De fato, minha própria exposição dos Modelos (Figuras 2 a 4) parece sugerir esse contraste, centrando o Modelo Sueco em torno à meta do pleno emprego e o Modelo Alemão em torno à meta da estabilidade monetária. Entretanto o Modelo Sueco só começou a fracassar quando sua economia deixou de ser especificamente orientada pelo lado da oferta (*supply-side*) e passou a uma administração keynesiana da demanda, no sentido convencional. De modo semelhante, sua adaptação a um Mundo que exigia mercados livres e estabilidade monetária fracassou completamente quando os Governos suecos começaram a combinar políticas monetaristas com desregulamentação dos diversos mercados, reformas fiscais e outros passos rumo à integração européia.

Nos anos dourados do Modelo Sueco, evitar a inflação era um elemento importante na estratégia de pleno emprego. A principal ênfase recaía sobre a prevenção da **inflação de demanda** por meio de impostos altos e políticas seletivas para o mercado de trabalho, orientadas pelo lado da oferta **junto com** controles do crédito (Figura 2). A administração global da demanda era expressamente rejeitada.⁸ No entanto o Modelo continha alguns elementos elevadores dos preços, que, por fim, levaram a economia a um círculo vicioso de inflação. As baixas taxas de juros produziram — em conjunção com as reconstruções européia e sueca — um longo período de crescimento, com pontos de estrangulamento em algumas indústrias. Os aumentos salariais negociados oficialmente baseavam-se nos salários efetivos e não nos salários contratuais, o que impunha compensações "solidárias" em todos os setores, sempre que o nível salarial aumentava nas indústrias exportadoras ou em outros setores em crescimento. Os riscos de tais corridas salariais cresceram junto com o aumento do número de empregados no setor público, que expandiu fortemente no curso da implementação do programa de bem-estar social geral. Por outro lado, a concentração de capital no setor privado significava que praticamente todos os aumentos de custos podiam ser repassados aos preços domésticos. *Last but not least*, a alta progressão do imposto de renda era um fator importante na elevação dos preços, pois todo aumento real de rendas disponíveis demandava uma elevação salarial acima do que seria proporcional.

⁸ Ver as discussões entre os Economistas Gösta Rehn e Rudolf Meidner, representantes dos sindicatos, e o cético acadêmico Erik Lundberg, traduzido em Turvey (1952).

A estratégia de redução das disparidades (*bridging*) foi substituída pela estratégia de proteção do emprego (*sheltering*), que visava à preservação do pleno emprego através da conservação subsidiada dos empregos e da rápida expansão do setor público (Figura 5).⁹ Ironicamente, essa política "meio keynesiana" da demanda (*demand-side*) foi largamente posta em prática por um governo "burguês" que pusera fim ao longo reinado dos sociais-democratas. Despesas públicas crescentes e receitas cada vez menores transformaram o superávit orçamentário do governo central em déficits cada vez maiores, que tiveram de ser financiados por dívidas externas para evitar os efeitos da política de juros altos (*crowding-out*). Por outro lado, a coroa sueca fora desvalorizada diversas vezes para estimular as exportações, mas as desvalorizações vieram tarde e em doses muito pequenas para mostrarem algum efeito. Ao invés de induzirem a uma retomada econômica, elas forçaram um círculo vicioso de elevados custos de importação (para bens e capitais) e elevação de preços, salários e impostos, de déficits no orçamento e na conta corrente **junto com** decréscimo nos investimentos, na produção e na produtividade. A coroa ficou repetidamente sob fortes pressões, forçando o governo a uma estabilização intermitente (*stop-and-go*), com efeitos desestabilizadores a longo prazo.

Em 1982, os sociais-democratas retornaram ao poder e deram uma reviravolta na economia com uma terapia de choque. O primeiro passo foi uma desvalorização de 16%, visando estimular as exportações de uma tal maneira que a economia retomasse um novo círculo virtuoso de crescimento e emprego sustentável. O choque inicial só poderia, entretanto, ser aplicado com uma única dose. Outras desvalorizações tinham que ser estritamente excluídas, de modo a bloquear as expectativas espirais de acomodação monetária e inflação. A credibilidade da coroa tinha que ser restituída com juros altos, cortes nas despesas públicas, restrições salariais e reformas de longo alcance na regulamentação financeira e no sistema tributário. Todos esses passos foram dados no decorrer dos oito anos seguintes — com um *timing* extremamente infeliz.¹⁰

⁹ Para uma discussão abrangente das estratégias nórdicas de redução das disparidades (*bridging*), proteção do emprego (*sheltering*) e de crescimento através das exportações nas décadas de 70 e 80, ver Andersen (1990).

¹⁰ Os altos e baixos extremados da estratégia de crescimento liderada pelas exportações estão bem expostos nos **OECD Economic Surveys** da Suécia entre fevereiro de 1984 e janeiro de 1994. Para uma abordagem ampla da estratégia de restabelecimento da credibilidade monetária e seu fracasso final, ver Trautwein (1994).

Num primeiro momento, a desvalorização inicial teve os efeitos positivos esperados. O rápido crescimento das exportações, favorecido pela retomada econômica global entre o final de 1982 e o início de 1989, foi seguido de uma forte ascensão na demanda doméstica. Tanto o déficit orçamentário do governo central quanto o déficit na conta corrente foram extintos e transformados em superávit ao final da década de 80. Durante alguns meses de 1989, o desemprego atingiu um recorde negativo de 1%. O renascimento do modelo sueco foi amplamente celebrado. Porém seu declínio final já estava a caminho.

Inicialmente, o crescimento das exportações foi acompanhado pela necessária restrição salarial. Entretanto, na medida em que pontos de estrangulamento foram aparecendo, evitar os aumentos salariais nas indústrias exportadoras tornava-se cada vez mais difícil, mas tinham que ser rigorosamente evitados no setor público. As crescentes tensões levaram ao abandono das negociações salariais centralizadas e das metas salariais totais. As corridas salariais entre os diferentes ramos e setores intensificaram-se. Elas contribuíram para um ritmo relativamente alto de inflação, de modo que, por volta de 1988, as vantagens da desvalorização de 1982 haviam desaparecido.

Contudo seria um erro culpar apenas os sindicatos e os empregados pelo retorno da inflação. A principal origem da inflação era a desregulamentação dos mercados financeiros, que estimulou uma enorme expansão monetária. A situação era semelhante àquela das economias norte-americana e britânica na mesma época. A interação entre a renda real crescente, os empréstimos bancários e a demanda crescente nos mercados de títulos e outros ativos criou expectativas auto-realizáveis de ganhos de capital crescentes, que se transformaram em uma enorme "bolha de crédito".

A próxima grande crise veio em 1990. Com exceção da Alemanha recém-unificada, quase todos os mercados exportadores entraram em recessão. Afora o declínio dramático dos volumes de exportação, havia dois outros fatores políticos que estouraram a bolha. Entre 1989 e 1991, os últimos controles cambiais foram abolidos, e o imposto de renda foi substancialmente diminuído. Embora possam parecer inofensivas, essas medidas tiveram efeitos dramáticos. As hipotecas e outros pagamentos de taxas de juros sobre dívidas deixaram de ser dedutíveis dos impostos. Isso reduziu a demanda por ativos. Os fundos de pensão, bem como todos os intermediários financeiros, estavam agora livres para movimentar seus fundos fora da Suécia. Isso reduziu a

demanda por ativos na Suécia ainda mais, na medida em que o capital saía em grandes quantidades, principalmente para a Alemanha, onde os mercados cresceram rapidamente depois da unificação.

Um novo círculo vicioso teve início. Os preços dos títulos e das ações entraram em colapso, ao mesmo tempo em que problemas de exportação e fugas de capitais forçaram o Banco da Suécia a aumentar a taxa de juros substancialmente em plena recessão. A restrição na liquidez levou a perdas de capital nos valores mobiliários, o que, por sua vez, levou a espirais de racionamento de crédito no sistema bancário. Exportações em queda e aumento nas taxas de juros reduziram a demanda doméstica e a produção. A taxa de desemprego cresceu rapidamente para níveis até então desconhecidos (Figura 1). Tanto o setor privado quanto o público acumularam déficits elevados, e alguns dos principais bancos chegaram perto da falência. Toda a economia foi abalada em seus fundamentos financeiros.

Ao final de 1992, a inflação esteve por alguns meses, finalmente, abaixo de 2%. Mas o custo da deflação era extremamente alto e nem sequer trouxe estabilidade monetária, uma vez que as expectativas inflacionárias eram substituídas por expectativas de desvalorização. Apesar de o valor da coroa estar atrelado à ECU (de maio de 1991 em diante) e apesar das variações drásticas das taxas de juros em até 500% (em setembro de 1992), o Banco da Suécia não pôde evitar a fuga de capitais. Em novembro de 1992, a meta da taxa cambial teve que ser abandonada. Dez anos depois do choque político da desvalorização de 16%, os mercados forçaram outra desvalorização, de 20%, da coroa sueca. Apesar de esta desvalorização ter estimulado outra fase de aumento rápido das exportações, o desemprego aumentou fortemente em 1993 e, desde então, estagnou em torno de 8% (outono de 1994). As margens para as políticas para o mercado de trabalho e para o bem-estar social geral não existem mais, na medida em que o déficit orçamentário aumentou para alarmantes 14% do PIB, conjuntamente com uma enorme dívida pública de aproximadamente 80% do PIB, boa parte dela em mãos estrangeiras. Por volta de 1970, o padrão de vida na Suécia estava entre os mais altos do Mundo sob todos os aspectos. Vinte e cinco anos mais tarde, esse padrão é — ao menos em termos relativos — um sonho do passado, e não é nenhum consolo que as coisas não estejam tão ruins quanto do outro lado do Mar Báltico.

6 - Qual é o poder do Bundesbank?

Fatores externos claramente ajudaram a estourar a bolha sueca. O processo de unificação alemã certamente desempenhou um papel no declínio final do Modelo Sueco. Mas que papel? E qual é o futuro do Modelo Alemão?

No outono de 1992 e no verão de 1993, o SME foi afetado por fortes turbulências, que, primeiramente, levaram à exclusão da libra esterlina britânica e da lira italiana e, posteriormente, a uma grande ampliação das bandas dentro das quais as moedas-membros estão autorizadas a flutuar. As turbulências foram, em grande medida, causadas pela política de juros altos que o Bundesbank escolheu para atrair capitais para a unificação alemã e para barrar a inflação. Nesse episódio, o Bundesbank tanto usou quanto aumentou sua credibilidade. Ele aumentou as taxas de desconto e recompra a níveis recordes (de 6% em termos reais) e produziu uma inversão na estrutura da taxa de juros, apesar de uma enorme alteração na balança de pagamentos alemã e apesar dos déficits explosivos do setor público. O Bundesbank interpretou essa inversão, que desapareceu quando as taxas de curto prazo caíram (!) na primavera de 1993, como um sinal de confiança do mercado na sua política. Outros observadores interpretaram-na como uma impiedosa rolagem dos custos da unificação alemã para outras economias.

Há, certamente, alguma verdade em ambas as posições, mas não se pode querer:

- a) reduzir a explicação da crise na esfera do SME unicamente ao choque da unificação alemã;
- b) explicar os problemas crônicos de ajuste na esfera do SME como consequência do pragmatismo dos dirigentes do Bundesbank; ou
- c) crer que a posição do Bundesbank ficará intocada pelos processos de integração alemã e europeia.

A unificação das duas Alemanhas foi o estopim, mas não a causa, da crise no SME. A causa deve ser buscada na interação (acima descrita) das metas de estabilização no EMS. O nível de preços na Alemanha é a âncora nominal do mecanismo cambial europeu, mas o Bundesbank nem sempre pode almejar **tanto** a estabilidade na taxa de câmbio **quanto** a estabilidade no nível de preços. Sempre que essas duas metas conflitam, é do interesse do Bundesbank dar prioridade à manutenção do nível de preços, reforçando, assim, o círculo virtuoso do Modelo Alemão — Marco II (Figura 4).

Quando a inflação aumentou na Alemanha, em 1988-89, o Bundesbank começou a pisar nos freios. As taxas de juros já estavam em ascensão quando a união monetária alemã e a unificação foram agendadas. O problema, então, era uma mudança na seqüência de períodos de crescimento e recessão em diferentes países. As atividades econômicas tendentes à recessão no resto do Mundo tornaram-se mais sensíveis ao aumento das taxas de juros do que aos investimentos na Alemanha, onde as expectativas de lucro aumentaram com a unificação. É principalmente no sentido de ter quebrado a sincronia dos ciclos econômicos que se pode dizer que a unificação alemã desestabilizou o SME.

Em princípio, a unificação alemã ofereceu uma chance única para reduzir o domínio desestabilizador do marco alemão. A transformação da Alemanha Oriental ocasionou uma grande oscilação na balança de pagamentos alemã. Apesar do atual déficit na conta corrente e de o superávit na balança de capital dever diminuir nos próximos anos, essa mudança estrutural pode ajudar a diminuir os encargos dos ajustes para outros membros do EMS — sem contar a retração das bandas ampliadas no MTC.

A curto prazo, no entanto, há muita incerteza sobre os efeitos do aumento do déficit orçamentário, dos problemas estruturais nas indústrias exportadoras e de outras mudanças estruturais que podem destruir o círculo virtuoso do Modelo Alemão. Neste momento, as políticas econômicas alemãs estão mudando de uma combinação de expansão fiscal com restrição monetária para uma combinação de restrição fiscal com expansão monetária. A integração européia implica, entre outras coisas, um processo de liberalização do mercado que poderá solapar o controle monetário do Bundesbank. Até agora, o controle sobre a transmissão dos estímulos monetários tem se baseado numa segmentação do setor financeiro na Alemanha, que separava os bancos dos outros intermediários e permitia aos bancos prosperarem numa combinação de atividade bancária universal, regulamentação estrita e alguma tolerância para com a formação de cartéis. Talvez essa segmentação dos privilégios bancários desapareça em breve. As conseqüências para a política monetária alemã e, portanto, para o Sistema Monetário Europeu são incertas.

A decisão de ampliar as bandas de intervenção no MTC no verão de 1993 foi provavelmente um acordo sábio. Mas é uma solução que contorna o problema central. A lógica interna do Modelo Alemão requer um superávit crônico na balança comercial — e essa lógica expansiva foi imposta a outros países na esfera do SME, no caso de eles não a terem seguido desde o começo. Dificilmente pode-se acreditar que a "competição nas exportações"

correspondente pode ser compatibilizada com taxas de câmbio fixas sustentáveis. A longo prazo, provavelmente não haja outra escolha do que aquela entre uma rápida mudança para uma união monetária ou a flutuação. Qualquer que seja a escolha, ela trará novos problemas, e é difícil de ver em qual direção os conflitos entre as diferentes economias nacionais e regionais dentro da União Européia podem ser minimizados. Essa é uma das razões pelas quais muitos suecos não quiseram outro dia juntar-se ao clube.

Bibliografia

- ABELSHAUER, Werner (1983). **Wirtschaftsgeschichte der Bundesrepublik Deutschland, 1945-1980**. Frankfurt: Suhrkamp.
- ANDERSEN, Torben (1990). Macroeconomic strategies towards internal and external balance in the Nordic Countries. **Scandinavian Journal of Economics**, v.92, p.177-209.
- COLLIGNON, Stefan (1991). Asymmetric und Reversibilität im EWS: Bedroht die deutsche Einheit die Ankerfunktion der DM? In: WESTPHAL, Andreas et al. **Wirtschaftspolitische Konsequenzen der deutschen Vereinigung**. Frankfurt/ New York: Campus. p.114-141.
- DE GRAUWE, Paul, PAPADEMOS, Lucas, eds. (1990). **The European system in the 1990's**. London: Longman.
- ECONOMIC SURVEY: Sweden (). Paris: OECD. (diversas eds.).
- ECONOMIC SURVEY: The Federal Republic of Germany (). Paris OECD. (diversas eds.).
- FITOUSSI, Jean - Paul et al. (1993). Competitive disinflation. In: THE MARK and budgetary politics in Europe. Oxford: University Press.
- HAGEMANN, Harald, TRAUTWEIN, Hans-Michael (1990). Schweden modell paradox? In: SPAHN, Heinz - Peter. **Wirtschaftspolitische strategien: Probleme ökonomischer Stabilität und Entwicklung in Industrieländern und der Europäischen Gemeinschaft**. Regensburg: Transfer. p.247-282.
- KRENGEL, Rolf (1963). Some reasons for the rapid economic growth of the German Federal Republic. **Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review**, n.64, p.121-144.
- LINDBECK, Assar et al. (1993). Options for economic and political reform in Sweden. **Economic Policy**, n.17, p.220-263.

- LUNDBERG, Erik (1985). The rise and fall of the Swedish model. **Journal of Economic Literature**, v.23, p.1-36.
- MEIDNER, Rudolf, HEDBORG, Anna (1984). **Modell Schweden, Erfahrungen einer Wohlfahrtsgesellschaft**. Frankfurt/ New York: Campus.
- MYRDAL, Gunnar (1944). Höga skatter och laga räntor. In: **STUDIER i ekonomi och historia tillägnade Eli Heckscher**. Stockholm: Almqvist & Wiksell. p.160-169.
- SPAHN, Heinz - Peter (1991). Das erste und das zweite deutsche Wirtschaftswunder. **Wirtschaftsdienst II**, p.73-79.
- SPAHN, Heinz - Peter (1992). Leitwährungsfunktion und Zahlungsbilanz: Goldstandard, EWS und die Zukunft der DM - Hegemonie in Europa. In: KÖHLER, Claus, RÜDIGER, Pohl, eds. **Währungspolitische probleme im integrierten Europa**. Berlin: Duncker & Humblot. p.95-123.
- TRAUTWEIN, Hans - Michael (1993). Der vorweggenommene Beitrag zur EG: Das Beispiel der schwedischen Geld - und Währungspolitik. In: SCHNEIDER, Olaf., ed. **Schweden im Umbruch**. Baden - Baden: Nomos. (A ser publicado).
- TURVEY, Ralf, ed. (1952). **Wages policy under full employment**. London: Willian Hodge.

Abstract

This paper confronts two post-war economic models, the Swedish and the German, and explains why the German was better succeeded than the Swedish. The causes for the success and failure of the economic policies of these countries lie in the same factors, among which is the role of the German Bundesbank. The Swedish Model privileged full employment, while the German was focused on low inflation rates. The article shows that the German combination of strong export orientation with the anchor position of the Deutsche Mark hampered the "export of sustainable stability" to other small open economies, such as Sweden. Therefore, the popular belief that Sweden should copy the German Model lies in an incomprehension of how these Models worked. The article also points out that in principle the ongoing processes of integration inside Germany and in Europe can reduce the conflicts of monetary asymmetry in the European Exchange Rate Mechanism, that brought much trouble to the Swedish Model. To finance the transformation of East Germany and harmonizing the financial markets in Europe might undermine the dominant position of the D-Mark.