

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA  
PUC-RIO

TEXTO PARA DISCUSSÃO  
Nº. 410

CRESCIMENTO ECONÔMICO E INSTABILIDADE NO BRASIL

DIONÍSIO DIAS CARNEIRO<sup>1</sup>

DEZEMBRO 1999

---

<sup>1</sup> O autor agradece a assistência de Renata T. Assis, Rodrigo P. Guimarães, Flávio Fucs e Vivian Huet de Matos, na preparação deste trabalho. Beneficiou-se também da discussão de várias idéias nele contidas com Rogério F. Werneck e Marcelo P. Abreu e dos comentários e correções de Renata T. Assis a uma versão preliminar do mesmo. Permanece, é claro, responsável pelos erros que restam.

## Crescimento Econômico e Instabilidade no Brasil

JEL: N 160

### RESUMO

A estabilização econômica cria condições necessárias, porém não suficientes, para o crescimento sustentável. A partir dos anos 60 os supostos dilemas entre estabilidade e crescimento econômico, hoje reconhecidamente temporários e desprovidos de conteúdo capaz de orientar as políticas econômicas, tornaram-se foco das discussões de política econômica na América Latina. Essa antiga controvérsia ainda tem dividido, em vários países, políticos e economistas em torno das perdas, em termos de desenvolvimento econômico, incorridas como resultado dos esforços de estabilização.

O resultado é que a instabilidade tem sido reconhecidamente um fator maior de inibição do crescimento, por exemplo, na América Latina, onde os valores da estabilização só adquiriram prestígio político a partir dos anos noventa, do que na Ásia, onde essa transição passou-se pelo menos vinte anos antes.

O *paper* examina a inflação como sintoma da instabilidade e suas consequências sobre o desenvolvimento, revê a experiência histórica de crescimento econômico brasileiro, identificando alguns fatores internos da instabilidade e analisando o efeito do mercado internacional de capital, nos anos mais recentes, sobre a relação entre instabilidade e crescimento econômico no Brasil. Finalmente, é apresentada uma breve análise das condições para que a recuperação da economia brasileira, depois do abandono da política cambial em janeiro de 1999, possa converter-se em uma retomada do crescimento, sem que haja um retorno às incertezas que frustraram a perspectiva de crescimento econômico sustentável.

### ABSTRACT

Economic stabilization generates conditions, though necessary not sufficient, to sustainable growth. From the 60s onwards, the trade-off between stability and economic growth (recognized nowadays as a temporary one, without contents that could enable it to orientate the economic policy) has been the focus of economic policy in Latin America debates. This old controversy still divides economists and politicians in many countries when analyzing losses in economic development caused by the stabilization efforts.

As a result, instability has been acknowledged as a growth inhibitor in Latin America, where only in the 90s the stability values merited political prestige. Quite different from Asia, where this transition of principles has happened, at least, twenty years before.

This paper analyses inflation as a symptom of instability and evaluates its effects upon economic development. It also reviews Brazilian economic growth history, identifying domestic factors of instability and the international financial markets effects on the relation between instability and Brazilian economic growth in recent years. Finally, the paper provides a brief examination of the conditions to Brazilian economic retaking, without the resumption of uncertainty that frustrates the perspective of a sustainable economic growth.

## ÍNDICE

RESUMO.....	1
ABSTRACT.....	1
I. INTRODUÇÃO.....	2
II. INFLAÇÃO E INSTABILIDADE .....	3
III. A EXPERIÊNCIA HISTÓRICA DE CRESCIMENTO E OS FATORES INTERNOS DE ESTABILIDADE.....	5
IV. EXPERIÊNCIA RECENTE DE INSTABILIDADE E CRESCIMENTO ECONÔMICO: AS FONTES EXTERNAS DE INSTABILIDADE .....	11
V. O PÁRA-E-ANDA DO NÍVEL DE ATIVIDADE PÓS-REAL .....	14
VI. CONCLUSÃO E PERSPECTIVAS.....	16

## 1. INTRODUÇÃO

A estabilização econômica cria condições necessárias, porém não suficientes, para o crescimento sustentável. Na história do desenvolvimento latino-americano no pós-guerra, a instabilidade foi a regra e não a exceção, o que chegou até mesmo a inspirar idéias de que a instabilidade econômica poderia ser se não benéfica, pelo menos inerente ao processo de desenvolvimento. A associação positiva entre desequilíbrio e crescimento costuma ser feita a partir das idéias de Albert Hirschman (1958) acerca da viabilidade de cadeias virtuosas de desequilíbrios gerados pelos processos de mudança inerentes ao desenvolvimento. Essa defesa é um exemplo de construção intelectual associada ao chamado modelo de “causação social dinâmica” de Gunnar Myrdal<sup>2</sup>, e converteu-se em apologia dos desequilíbrios pelos estruturalistas latino-americanos, a exemplo de Furtado<sup>3</sup>, que enxergavam no processo de desenvolvimento capitalista uma trajetória para o triunfo do socialismo na região. Mas foi a partir dos anos 60 que os supostos dilemas entre estabilidade e crescimento econômico, hoje reconhecidamente temporários e desprovidos de conteúdo capaz de orientar as políticas econômicas, tornaram-se foco das discussões de política econômica na América Latina.

Naquela época, inflações moderadas eram vistas como um caminho para facilitar o investimento, seja por produzirem taxas de juros reais baixos para os investidores, seja por permitirem distribuições de renda capazes de compensar a falta de poupança. Nos dias de hoje, compreende-se que inflações moderadas dificilmente são mantidas moderadas em países que as aceitam como estratégia, e assim, as falsas escolhas alimentam uma controvérsia pouco esclarecedora.<sup>4</sup> Entretanto, essa antiga controvérsia ainda tem dividido, em vários países, políticos e economistas em torno das perdas, em termos de desenvolvimento econômico, incorridas como resultado dos esforços de estabilização.

O resultado é que a instabilidade tem sido reconhecidamente um fator maior de inibição do crescimento, por exemplo, na América Latina, onde os valores da estabilização só adquiriram prestígio político a partir dos anos noventa, do que na Ásia, onde essa transição passou-se pelo menos vinte anos antes.<sup>5</sup>

Na seção 2, a inflação como sintoma da instabilidade e suas consequências sobre o desenvolvimento é examinada de forma breve. A seção seguinte revê a experiência histórica de crescimento econômico brasileiro, identificando inicialmente alguns fatores internos da instabilidade. A forma pela qual a maior inserção do país no mercado internacional de capital, nos anos mais recentes, terá afetado a relação entre instabilidade e crescimento econômico no Brasil é examinada na seção 4. Finalmente, trataremos, na seção 5, da relação entre instabilidade e crescimento nos últimos cinco anos, depois da vitória conquistada sobre a inflação. Nas conclusões, apresentamos uma breve análise das condições para que a recuperação da economia brasileira, depois do abandono da política cambial em janeiro de 1999, possa converter-se em uma retomada do crescimento, sem que haja um retorno às incertezas que frustraram a perspectiva de crescimento econômico sustentável.

---

<sup>2</sup> G. Myrdal, (1958).

<sup>3</sup> C.Furtado, (1964).

<sup>4</sup> O professor John B.Taylor, da Universidade de Stanford e ex-conselheiro econômico da Casa Branca em um período no qual tais controvérsias estiveram no centro da discussão acerca da orientação a ser seguida pelos governos, resume a conclusão, afirmando que “há pouca discordância” hoje, na profissão, com base na evidência disponível: não se devem esperar ganhos positivos de natureza permanente de uma inflação mais elevada. (J.B.Taylor, 1996).

<sup>5</sup> R.Hausmann e H.Reisen (orgs), (1996).

## 2. INFLAÇÃO E INSTABILIDADE

Quando são confrontados os objetivos de estabilidade e crescimento, há sempre, de forma explícita ou implícita, um pressuposto de que uma preocupação excessiva com a inflação é uma característica conservadora, prejudicial às possibilidades de crescimento econômico. Na experiência histórica brasileira, a adoção de mecanismos destinados a neutralizar os principais efeitos destrutivos da inflação sobre a alocação de recursos, pela via da correção monetária que acompanhou a estabilização nos anos sessenta, prevaleceram sobre a insistência na estabilização. A utilização do Banco Central como banco de fomento na década de setenta, o recurso a orçamentos públicos paralelos ao que era votado no Congresso (tais como os chamados orçamento monetário e orçamento de dispêndios das estatais) e a criação de espaço para o endividamento público em todos os níveis da federação, foram parte das soluções encontradas para viabilizar, ainda que a altos custos, a extração de recursos que a sociedade teimava em abrir mão pela via da tributação legal.

Em termos simplificados, tudo se passa como se o governo, para promover o desenvolvimento, precisasse de mais comando sobre a poupança, isto é, pela parte não consumida da renda gerada, e produzisse um programa de investimentos como parte de uma estratégia de arregimentação de energia política em torno de uma agenda positiva voltada para o crescimento econômico, mas a sociedade nem sempre desiste do consumo para que o programa seja financiado. Quando isso ocorre, e isso ocorreu em várias ocasiões na história brasileira, o governo adia (imagina-se que temporariamente) a compatibilidade entre os gastos e os recursos para um futuro, na esperança de que a renda maior futura, possa permitir que seja menos custosa a solução do conflito entre o consumo de hoje e o consumo de amanhã, que é o dilema básico do financiamento do crescimento econômico. Ao perderem sua capacidade de extrair mais impostos a curto prazo pela via voluntária, os governos apelam para financiamento via endividamento público. Essa estratégia de suavização é tipicamente mais fácil quando o ponto de partida da dívida é baixo, quando existem amplos recursos naturais inexplorados (ou até insuficientemente mapeados, como era o caso na década de sessenta), quando há amplo espaço para ganhos de produtividade por mero deslocamento da mão-de-obra, de uma agricultura pouco produtiva para um setor industrial que absorva tecnologia nova. Em outras palavras, quando há espaço para o crescimento da relação entre a dívida e o produto.

É mais viável, também, quando o eventual aumento da inflação, gerado pela inconsistência entre programas de despesa e possibilidades de receita, tem efeitos considerados pouco desorganizadores para a sociedade. Isso é o que acontece quando a inflação é moderada, os ganhos de produtividade imensos e os agentes econômicos dispõem de pouco conhecimento acerca dos efeitos da inflação sobre o resultado de suas decisões de consumo, poupança e retenção de moeda. Mas a tarefa torna-se progressivamente mais difícil à medida em que a sociedade desenvolve meios de defender-se das artimanhas do governo, que desgastam o poder de compra futuro da moeda, o que costuma ser apenas questão de tempo.

O resultado da forma pela qual foram resolvidos (ou, na realidade, postergados) alguns conflitos intertemporais no Brasil, e em outros países, foi a geração de uma inflação que resultou ser destrutiva do próprio desenvolvimento. O mais grave é que os mecanismos que prolongaram a convivência com a inflação, como a correção monetária, serviram para tornar mais agudos os conflitos que procurava evitar. A percepção de que existe sempre espaço para adiar a

compatibilidade entre projetos e meios para financiá-los, entretanto, gera um ambiente propício à instabilidade crônica, e esta é a experiência histórica da América Latina.<sup>6</sup>

Um ambiente de instabilidade é, finalmente, um ambiente no qual o cálculo econômico envolve erros em magnitude tal que minam a racionalidade econômica.

Tradicionalmente, os riscos envolvidos em ambientes de alta volatilidade são a base para uma explicação para as altas taxas de lucro (retorno sobre o capital investido) nesses ambientes. Uma explicação moderna para a ação destrutiva que a instabilidade gera para o crescimento econômico é o alto prêmio que adquire a chamada opção de espera, que é envolvida em uma decisão de investimento que tem caráter irreversível. Esta explicação parte da idéia de que um custo importante do investimento produtivo em um dado momento, que costumava tradicionalmente ser ignorado, é o de abrir-se mão do direito de adiar a decisão para uma ocasião melhor, preservando-se a liquidez. Grande parte da decisão de não investir, que tem custos para o crescimento econômico, é fruto de uma decisão de adiar para um ponto futuro no tempo, o aumento da capacidade produtiva. O valor deste adiamento tende a ser maior quanto maior for a instabilidade e a incerteza envolvida no cálculo econômico<sup>7</sup>. Para uma economia pobre e desigual este adiamento tem altos custos sociais.

### **3. A EXPERIÊNCIA HISTÓRICA DE CRESCIMENTO E OS FATORES INTERNOS DE INSTABILIDADE**

Quando se pergunta: quanto pode crescer a economia brasileira? O mais frequente é procurar a resposta no desempenho histórico passado. Projetar as possibilidades futuras de crescimento da economia brasileira a partir do desempenho frustrante observado no passado mais recente é tão enganoso quanto simplesmente ignorar o fracasso do período de alta inflação em produzir crescimento e buscar as referências na experiência de rápido crescimento que dominou a história econômica brasileira nos anos 70.

Fatores como a disponibilidade de recursos naturais inexplorados, que ajudaram a explicar o dinamismo passado, são mais difíceis de serem reproduzidas, por exemplo, em um mundo no qual aumenta a conscientização ambiental. De forma semelhante, ignorar as condições mínimas de proteção do trabalhador poderia levar alguém a tentar reproduzir experiências de crescimento industrial rápido, como na Inglaterra da revolução industrial ou em Hong Kong nos anos 70 e 80, para citar alguns exemplos.

O desempenho histórico brasileiro, entretanto, é impressionante quando contrastado com o pano de fundo das experiências internacionais. Entre 1900 e 1973, a renda por habitante cresceu cerca de 2,5% ao ano em média, registro superado apenas pelo Japão (3,1%) e pela Finlândia (2,6%). A Figura 1 mostra o crescimento médio do PIB<sup>8</sup>, de 4,5% nos primeiros sessenta anos da década, e de quase 8% entre as décadas de 60 e 80. Este foi o período no qual instalou-se o núcleo da configuração industrial moderna, da infra-estrutura de energia e transportes que lhe deu suporte e no qual deu-se o investimento na pesquisa básica e aplicada, que permitiu a expansão da fronteira e da produtividade agrícola dos últimos vinte anos.

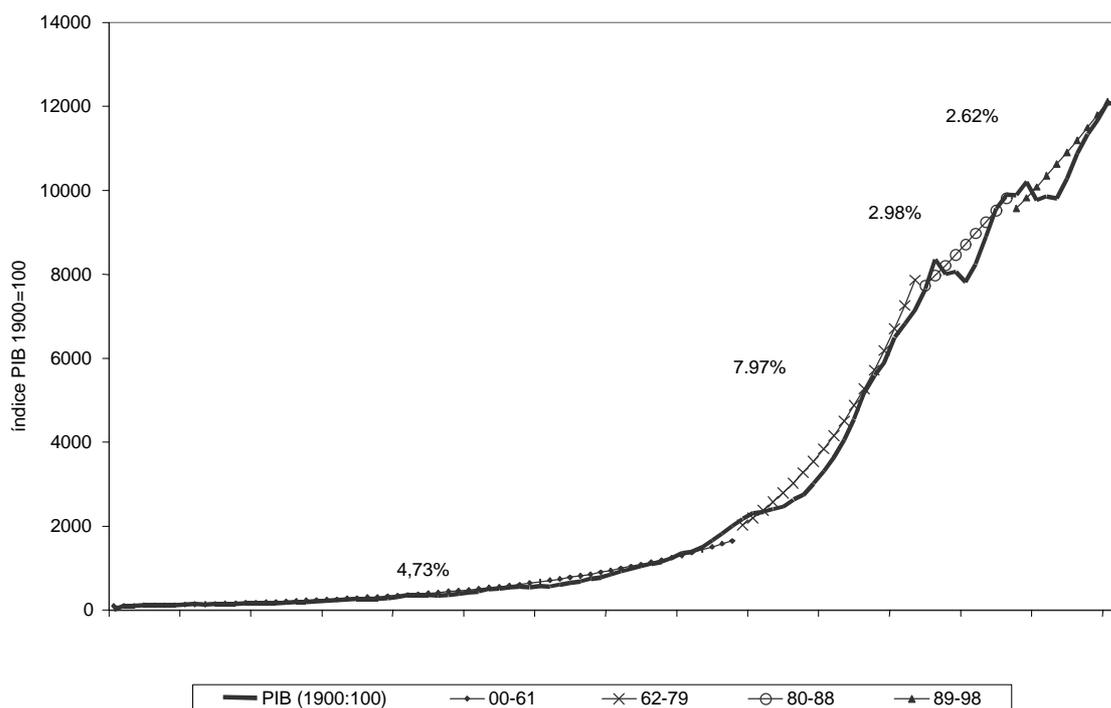
---

<sup>6</sup> O relatório anual do BID de 1995, que inclui um estudo comparativo sobre a volatilidade macroeconômica com base nos dados até 1992, conclui sobre as causas da instabilidade endêmica na América Latina: "O que determina a volatilidade macroeconômica? É a volatilidade na política macroeconômica, a volatilidade externa ou os regimes institucionais e de política? A evidência apresentada sugere que os três fatores são importantes", p. 210.

<sup>7</sup> Pindyck (1988) é a referência clássica.

<sup>8</sup> Este é fator dominante do desempenho da renda por habitante, tendo em vista que a transição demográfica, que implicou a redução do crescimento populacional, só se completou ao final dos anos 80.

Figura 1: PIB e Tendências



Fonte: 1900-1947, Haddad (1978)/ 1948-1998, IBGE

Mas observa-se, também, que uma característica desse desempenho é um aumento da variabilidade do crescimento nos sucessivos subperíodos.<sup>9</sup>

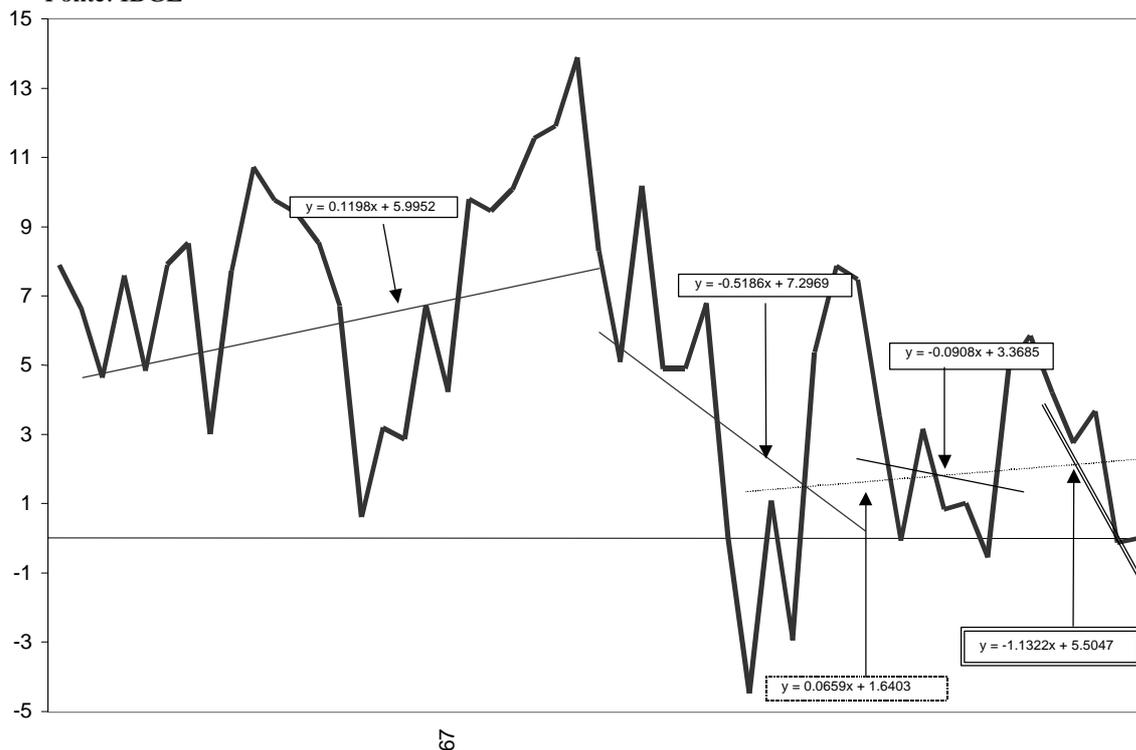
A variabilidade das taxas de crescimento nos subperíodos, medida pelo coeficiente de variação, é grande: há uma aceleração, por exemplo, de 1,4% entre 1900-13, para 2% entre 1913-50 e para 3,8% entre 1950-73. O desempenho do PIB real *per capita* no período de alto crescimento foi expressivo. Quintuplicou durante o período de 1940-80 – exibindo um crescimento bastante regular, no patamar de 7% ao ano, ao mesmo tempo em que a população triplicou. Essa taxa de 7% adquiriu, para várias pessoas, o caráter de medida do possível, apesar de bem elevada em termos históricos. A adoção desta taxa como referência nas discussões sobre as possibilidades de crescimento é reforçada pelo fato de que durante os anos 40, apesar dos tumultos políticos, com conflito internacional prolongado, restauração da democracia e a reconquista da paz, apenas em seis anos a taxa de crescimento esteve abaixo de 4% ao ano e somente em 1942 houve declínio no PIB, em razão das dificuldades que a guerra impôs ao comércio internacional.

No entanto, a trajetória mudou de características desde 1981. O PIB *per capita* aumentou 4,6% entre 1973-80, mas apresentou declínio (-0,4%) entre 1980-93. A renda *per capita* caiu durante o último período, a despeito do forte decréscimo da taxa de crescimento populacional, que baixou para 1,9%. Além disso, sucederam-se os anos de declínio do PIB, em 1983, 1988, 1990, 1992 e 1998 (Figura 2).

<sup>9</sup> Deve ser levado em consideração que os números de PIB têm significado diferente ao longo de toda a série, uma vez que somente a partir da década de 40 temos medidas com metodologia homogênea, segundo as recomendações da ONU, como ocorre para todos os países. A série histórica anterior foi calculada, por métodos estatísticos, por Haddad (1978).

**Figura 2: Variação anual do PIB Brasileiro (em %)**

Fonte: IBGE



As causas específicas variam em cada experiência de declínio, mas observa-se que um fator recorrente por trás desta dramática mudança no desempenho do crescimento foi o conflito resultante das pressões políticas para reverter efeitos de políticas macroeconômicas de ajuste. O desastre dos anos 80 resultou de conflitos entre ações de política econômica feitas para estimular a resposta da economia “pelo lado da oferta” e a urgência para controlar a absorção doméstica de recursos em termos de consumo privado e público, dentro dos estreitos limites definidos por um fluxo de capital externo negativo.<sup>10</sup>

Na prática, tentativas de controlar a absorção doméstica, de forma a abrir espaço para a repatriação de capitais quando se esgota a disposição para o risco dos financiadores estrangeiros, terminaram por atingir o investimento, e assim, restringiram o próprio crescimento do PIB. As desvalorizações cambiais, em termos reais, e a redução do consumo doméstico só puderam ser obtidas, na prática, através de medidas que contraíam, de forma generalizada e desorganizadora, o nível de atividade. A inflação era o grande mecanismo de acomodação, e assim, quando essas breves experiências de controle de demanda eram revertidas, a inflação recrudescia, mais resistente e mais virulenta do que na experiência anterior.

O resultado é que tais experiências com políticas de estabilização denominadas *stop-and-go*, por provocarem uma sucessão de paradas e retomadas da atividade econômica, foram também seguidas, a partir dos anos oitenta, por experiências de estabilização inflacionária, nas quais as mudanças nos contratos eram permitidas pelo recurso à reforma da moeda e tornaram mais instáveis não só os cenários, mas as regras de funcionamento da economia.

O aumento das incertezas e o crescimento mais lento foram o resultado de tais conflitos nos anos 80, em contraste com os anos 70, quando a iniciativa do Estado orientado para o crescimento encontrava justificativa em um cenário dominado por

<sup>10</sup> Os conflitos entre intenções de políticas e seus resultados neste período estão analisados, por exemplo, em Abreu, Carneiro e Lamounier (1994).

preços elevados do petróleo, aumento do comércio internacional e maiores fluxos de capital.

As dificuldades em conseguir apoio político para as medidas de ajuste são melhor entendidas quando se lembra o papel dominante que os gastos públicos exerceram na restauração do crescimento econômico, após a primeira crise do petróleo.

Os gastos do governo eram o principal instrumento de política de ajuste via oferta na segunda metade dos anos setenta. Os “fundos e programas” do governo federal eram, então, abundantemente usados para redirecionar investimentos, de forma a diversificar as exportações e contratar importações. Os incentivos fiscais, através de subsídios e deduções tributárias, buscavam o comprometimento dos investidores privados com um ambicioso programa de investimentos, modelado para ajustar a oferta interna aos preços do setor energético, devido às projeções do preço do petróleo. Como o resultado de um ajuste via oferta demorou mais que o esperado, tais políticas tiveram um impacto negativo nas finanças públicas, que se tornou mais grave na medida em que os juros externos aumentaram e os internos tiveram de ser elevados. Devido à recessão do início dos anos oitenta, as projeções para o orçamento federal pioraram com a queda da receita dos impostos, ao passo que as necessidades de investimento do Estado ainda se mantinham muito altas. Com a recessão e o aumento das taxas de juros, o aumento da dívida pública sinalizava um risco de moratória. A crise da dívida externa de 1982 selou, com um colapso, a capacidade do governo de levantar empréstimos como alternativa não-inflacionária à sustentação do financiamento do excesso de gastos globais sobre a capacidade de produção.

As dúvidas acerca das causas das restrições ao crescimento brasileiro nessa época (se de origem fiscal ou externa) inspiraram a análise da conexão entre os problemas derivados tanto da restrição externa, representada pela crise da dívida latino-americana, como os problemas relacionados com a restrição fiscal. O crescimento econômico nos anos oitenta foi inviabilizado pelo esgotamento das possibilidades de financiar uma grande transferência de recursos do setor privado para o setor público, ao mesmo tempo em que uma parte do resultado do esforço nacional de poupança se transferia para o exterior.<sup>11</sup>

Uma combinação de pessimismo em relação à resposta do consumo às mudanças de preços relativos (o chamado pessimismo quanto às elasticidades) e a descrença dos agentes decisores nos efeitos sobre a alocação e contração da demanda, causadas pelas movimentações nas taxas de câmbio, além das dificuldades em mudar os preços relativos sob um regime de indexação generalizada, contribuíram para minimizar o papel da desvalorização e do ajuste das taxas de juros, em favor de uma prática de alocação administrativa do crédito promovida diretamente pelo governo. Enquanto a escassez de divisas era mantida em termos razoáveis, as pressões por desvalorização foram controladas e frequentemente foram substituídas por uma alocação administrada também das divisas internacionais. O aumento na taxa de juros reais, neste caso, tornou-se impossível de ser evitado.

As muitas tentativas frustradas de estabilização dos anos oitenta não duraram o suficiente para permitir que fossem feitos, pelo mercado, testes do resultado de estabilidade de preços sobre a alocação das poupanças, devido aos efeitos dominantes de alta incerteza que se seguiram aos choques macroeconômicos e a suas derrocadas.

Os saudosistas do expansionismo público dos anos 70, como alternativa às

---

<sup>11</sup> Vários esforços de pesquisa tentaram identificar as restrições efetivas ao crescimento brasileiro, e a interação entre as restrições internas resultantes dos conflitos entre consumo e poupança privada, ou entre conflitos entre a capacidade de gastos do setor privado e o setor público, com a chamada restrição fiscal, identificada por Bacha (1990) e Carneiro e Werneck (1987).

reformas dos anos noventa, parecem esquecer que, naquela época, a poupança pública, estava em torno de 7% do PIB, dando aos investimentos do Estado um papel de estimulador do dinamismo do investimento privado. Entretanto, ao final do período Geisel, em 1979, a pressão sobre as finanças do governo era clara, o que aguçou os conflitos políticos em torno da relação entre a necessidade de estabilizar e a vontade de crescer a qualquer custo, que resultou na saída de Mário Simonsen do governo. A poupança do Estado tinha sido reduzida à metade, enquanto os retornos dos investimentos ainda não se haviam convertido em novas fontes de poupança, na forma de lucros retidos das empresas estatais e suas associadas privadas nos programas de reestruturação da oferta. A segunda crise do petróleo e a triplicação das taxas de juros internacionais, lado a lado às inconsistências macroeconômicas, levaram a uma aguda crise do balanço de pagamentos, fazendo com que o governo, ao início dos anos oitenta, finalmente aumentasse as taxas de juros reais e desvalorizasse a moeda.<sup>12</sup>

Foi a rigidez das restrições externas durante 1979-82 a fonte de uma drástica e politicamente árdua redução do investimento público. Entre 1982-83, os déficits do balanço de pagamentos tinham que ser “financiados” por empréstimos pontes e atrasos nos pagamentos. Tornava-se cada vez mais caro postergar o recurso de mudança nos preços relativos como instrumento de política macroeconômica. Como a possibilidade de acomodar os custos da manutenção de preços “incorretos” no setor público, através de dívidas públicas maiores, foi-se exaurindo e o financiamento voluntário para os déficits públicos tornava-se mais escasso, as mudanças de preços relativos para fazer ajustes de longo prazo tornaram-se imperativas.

Depois da segunda crise do petróleo, os interesses conflitantes acerca dos projetos prioritários tornaram-se ainda mais difíceis de serem resolvidos sem uma explosão do orçamento federal. Foi a escassez drástica de reservas e a inexistência de financiamento internacional para financiar outras tentativas de “resolver pelo lado da oferta” que levou o governo Figueiredo (1979-85) a promover uma mudança drástica nos preços relativos, através de um aumento na taxa de juros real (1981) e uma desvalorização cambial (1983). Depois da moratória mexicana, a restauração da capacidade de crescer da economia tornava-se mais problemática, pois deveria também resolver o dramático problema de custo recessivo, causado pela mudança nos preços relativos. Postergar o custo da estabilização significava acomodar uma inflação de 200% ao ano. Dessa forma, a recuperação do crescimento entre 1984 e 1985, na esteira da recuperação do comércio mundial, não poderia deixar de ser precária.

A solução encontrada, na prática, para enfrentar a escassez de financiamento externo foi, então, financiar o excesso de investimento público sobre a poupança do governo, essencialmente através de inflações mais elevadas, depois que se completou, em 1985, a transferência das dívidas externas do setor privado para o Banco Central. Na segunda metade dos anos oitenta, o fracasso de repetidas tentativas de estabilização, desde o Plano Cruzado em 1986 até o Plano Collor em 1990-91, baseadas em crescente intervenção discricionária sobre os contratos privados, levou a uma também crescente incerteza nos mercados de ativos. Os congelamentos e tabelamentos causaram uma ruptura nos mecanismos de preços, a precariedade da capacidade de prever valores nominais ou reais provocou uma total desorganização na administração do orçamento público e, no último estágio da acomodação, a desorganização econômica se auto-alimenta, quando uma escassez crônica de fundos privados para financiar o déficit público em base voluntária leva o país a uma

---

<sup>12</sup> O abandono da prefixação da correção monetária ocorreu de forma plena apenas em setembro de 1980. A adoção explícita de uma política monetária contracionista só ocorreu em 1981, enquanto a desvalorização, que surtiu efeitos em termos reais, só foi feita em fevereiro de 1983, seguida de um aumento da indexação. A inflação foi de menos de 40% em 1979, para mais de 200% em 1983.

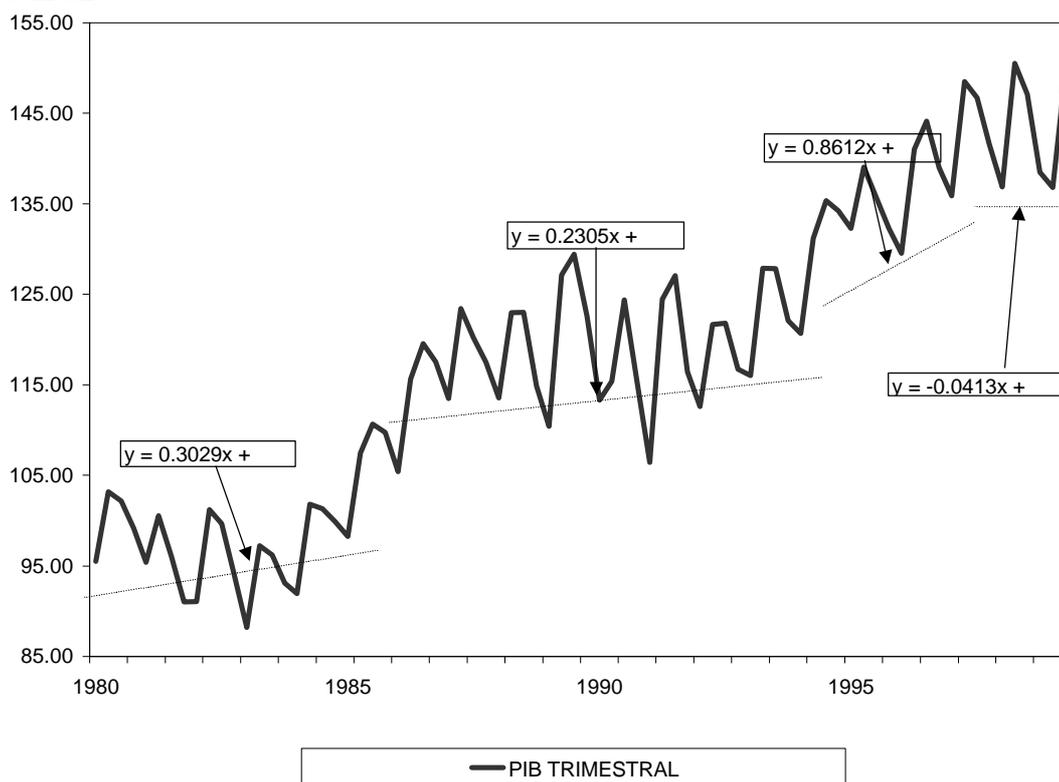
elevação vertiginosa e não corretiva da inflação.

As lições do crescimento a qualquer custo dos anos oitenta são, assim, visíveis demais para serem ignoradas. Os resultados, em termos de instabilidade endêmica que acompanhou a economia brasileira, mesmo na recuperação de meados dos anos 80 quando a maturação do ciclo dos investimentos do II PND permitiu uma mudança de patamar do produto como pode ser vista na figura 3 pode ser conferida nas diversas medidas de variabilidade do crescimento apresentada nas tabelas 1, 2 e 3, que são apresentados no apêndice. Na tabela 1 vê-se que a variabilidade relativa do PIB anual passa de 41,8% até 1973 para cerca de 100%, seja entre 1974 e 1985, quando o crescimento anual médio foi de 4,3%, seja entre 1986 e 1994, quando apesar das tentativas de estabilizar sem custos recessivos, o crescimento anual médio caiu para menos de 3%. Em termos da instabilidade de curto prazo, os números são ainda mais dramáticos, pois desde 1980, quando o IBGE passou a calcular um índice de PIB real em bases trimestrais, o coeficiente de variação passou de 381,91% em 1981-1985, para quase 200% entre 1986 e 1994. A queda de inflação reduziu pouco a variabilidade do produto a curto prazo, pois entre 1995 e 1999, o coeficiente de variação criado foi de 145,1%.

O fracasso na estratégia de acomodação pela inflação é sublinhado, assim, não apenas pela queda do crescimento e pelo aumento da sua variabilidade, mas também pelo que acontece com a própria inflação: as taxas médias anuais crescem de menos de 28% entre 1948 e 1973, para 103,5% entre 1974 e 1985 e para 1114% entre 1986 e 1994. Ao mesmo tempo em que os respectivos coeficientes de variação permanecem, em termos relativos, essencialmente os mesmos, o que significa que a magnitude absoluta dos erros de previsão de valores nominais, com a inflação média de 1000%, tornam virtualmente impossível qualquer cálculo econômico associado a orçamentos, projetos ou programas governamentais em moeda nacional, tornando a indexação praticamente irrelevante como mecanismo de neutralização das incertezas causadas pela inflação.

**Figura 3: PIB Trimestral - Série Encadeada  
(Média 1980=100)**

Fonte: IBGE



### Tabela 1: PIB Anual, medidas de variabilidade

Fonte de dados brutos: IBGE

#### PIB Anual

	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação
48-73	7.61	3.19	0.42%
74-85	4.28	4.60	1.07%
86-94	2.91	2.80	0.96%
95-99	2.11	2.05	0.97%

### Tabela 2: PIB Trimestral, medidas de variabilidade

Fontes de dados brutos: IBGE

#### PIB Trimestral

	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação
81-85	1.40	5.33	381.91%
86-94	2.38	4.69	197.45%
95-99	2.30	3.33	145.11%

### Tabela 3: Inflação, medidas de variabilidade

Fonte de dados brutos: FGV

#### Inflação

	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação
48-73	27.95	20.73	74.18%
74-85	103.50	77.35	74.74%
86-94	1114.89	803.07	72.03%
95-99	8.26	4.67	56.49%

### Tabela 4: Câmbio Real, medidas de variabilidade

Fonte de dados brutos: Banco Central, FGV, Federal Reserve.

#### Câmbio Real

	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação
48-73	1.60%	0.39	24.51%
74-85	1.86%	0.37	20.03%
86-94	1.80%	0.35	19.24%
95-98	1.20%	0.04	3.64%
99	1.79%	0.14	7.54%

#### 4. EXPERIÊNCIA RECENTE DE INSTABILIDADE E CRESCIMENTO ECONÔMICO: AS FONTES EXTERNAS DE INSTABILIDADE

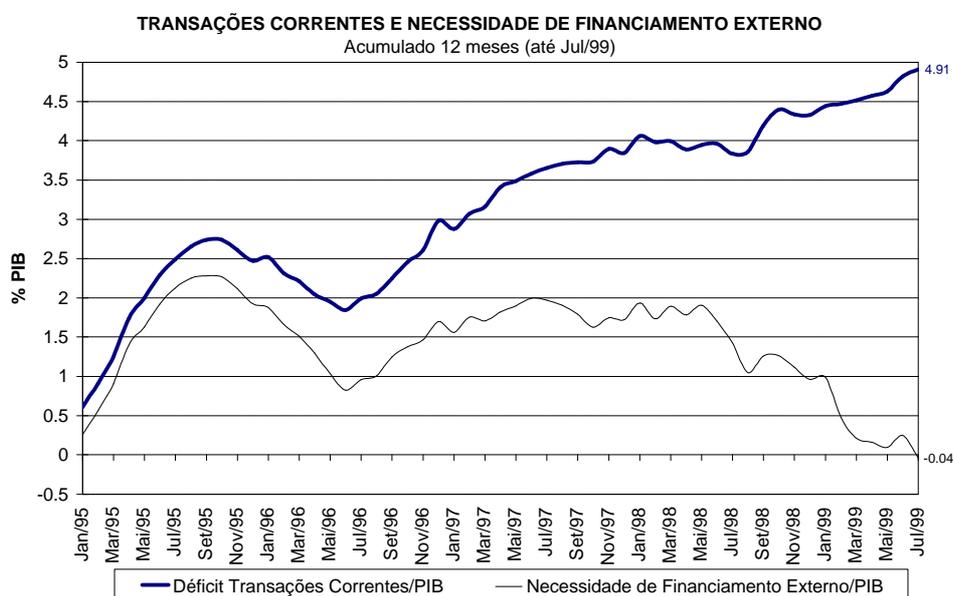
Depois de 1995, a instabilidade da produção, seja quando medida em termos anuais, seja quando medida em termos trimestrais, diminuiu muito pouco. A queda da variabilidade do PIB anual foi de 96% em 86-94 para 86,6% entre 1995 e 1999, e em termo trimestrais, de 197,4% para 143,5%. Ou seja, os aspectos favoráveis da queda vertiginosa da inflação média de mais de 1000% entre 1986 e 1994 para 8,3% entre 1995-99 ainda não se manifestou em termos de maior tranquilidade para a recuperação do investimento e do crescimento.

Dois aspectos favoráveis dos anos noventa, entretanto, podem ser destacados: o crescimento extraordinário do financiamento externo tornou possível o financiamento da estabilização com custo relativamente baixo, em termos de recessão.

O fenômeno é ilustrado no apêndice, figura 4. Vê-se que a perda de crescimento que pode ser atribuída ao esforço de estabilização é relativamente modesta, a julgar pela experiência histórica anterior.

Esta mudança de perspectivas deu-se em função da extraordinária oferta de fundos externos para financiar os déficits do balanço de pagamentos. Entre meados das décadas de oitenta e de noventa, os fluxos financeiros para o terceiro mundo oriundos dos bancos internacionais de países que reportam ao BIS mais do que dobraram.<sup>13</sup>

**Figura 4: Transações Correntes e Necessidade de Financiamento Externo do Brasil — Jan 1995 / Jul 1999**



Fonte: Banco Central

Durante a segunda metade da década de oitenta, os fluxos financeiros tiveram um crescimento razoavelmente estável e modesto, tendo em vista o que ocorreu em plena

<sup>13</sup> Os Reporting Banks são compostos por Alemanha, Áustria, Bélgica, Dinamarca, Finlândia, França, Irlanda, Itália, Holanda, Noruega, Espanha, Suécia, Suíça, Inglaterra, Canadá, Japão, Estados Unidos, Bahamas, Hong Kong, Ilhas Cayman, Antilhas Holandesas, Singapura e Bahrain.

crise da dívida latino-americana. O incremento dos fluxos foi de 13%, referente a dezembro de 84 até dezembro de 89, com um coeficiente de variação de apenas 4,8% (ver tabela 5). A partir de 1993, quando praticamente completaram-se as negociações envolvendo as reestruturações das dívidas externas no âmbito do chamado Plano Brady, esses fluxos começaram a crescer em média 14% ao ano até setembro de 1997, antes do auge da crise asiática. O coeficiente de variação referente a esse período foi de 15%, indicando um crescimento expressivo dos empréstimos durante o período. A partir de então, os fluxos passam a encolher, refletindo e espalhando o fenômeno do contágio e atingindo, de forma dramática, as economias dos países endividados e colocando, no caso brasileiro, uma tensão adicional aos esforços de estabilização.

**Tabela 5: Fluxos de Empréstimos para os Países em Desenvolvimento**

(em bilhões de US\$)

Período	Desvio-padrão	Média	Coeficiente de Variação
84 a 90	23,6	496,2	4.8%
90 a 95	49,7	555,8	8.9%
95 a 98	79,3	804,5	10%
Set/93 a Set/97	109,6	726,7	15%

fonte: BIS

A América Latina recebia em média 7,4% dos fluxos bancários totais durante a segunda metade da década de oitenta. Esta proporção apresentou uma queda contínua durante toda a crise da dívida, contraindo-se de 11% em 1985, para cerca de 5% em 1989. No entanto, na década de noventa, quando ganharam grande dinamismo os fluxos totais para todas as regiões, essa proporção permaneceu constante, variando entre 3% a 4% durante todo o período, até 98. O resultado da contração do financiamento disponível na segunda metade dos anos oitenta fora o desaparecimento do déficit em conta corrente, que, desta forma, diminuiu por falta de parceiros e não por decisão política direta. Foi, desta maneira, que o retorno do financiamento externo na década de noventa abriu espaço para um novo processo de endividamento externo, possibilitando que os esforços de estabilização fossem menos penosos em termos de sacrifícios internos.

Com a crise asiática, que ocorreu a partir da queda da moeda tailandesa em maio de 1997, há uma queda no fluxo de empréstimos bancários para todo o mundo, ilustrando o custo envolvido não só nos colapsos cambiais nos países asiáticos, como o efeito do contágio sobre a disposição dos investidores para assumir riscos em países com altos déficits externos.

Mesmo o retorno do financiamento externo para níveis anteriores à crise asiática, que já está em andamento, não diminuirá a instabilidade do crescimento. Em especial para os países que entenderem o financiamento como substituto, e não como complemento, do ajuste interno, como é tentador para os governos quando se trata de fazer escolhas que envolvam custos políticos elevados.

Outras fontes de riscos aparecem com a expansão dos empréstimos bancários internacionais: o contágio provocado pela combinação de aversão ao risco com percepção de políticas instáveis é um deles. A trajetória de expansão e encolhimento dos empréstimos bancários aos países deficitários na conta corrente neste último

episódio de crise, ilustra as dificuldades que ainda enfrentará a oferta internacional de fundos para financiar os déficits dos países em crescimento. O prognóstico para os próximos anos é que haverá uma expansão das disponibilidades de financiamento bancário, mas que uma estratégia prudente de manter a trajetória de crescimento menos sujeita aos surtos de contração é, não só limitar o déficit em transações correntes, mas mantê-lo em linha com as projeções dos fluxos de investimentos mais estáveis, o que no caso brasileiro apontam para um número desejável não superior a 2% do PIB.

## 5. O PÁRA-E-ANDA DO NÍVEL DE ATIVIDADE PÓS-REAL

O Plano Real foi a mais bem sucedida política de estabilização implementada no Brasil, logrando transformar uma taxa de inflação média de mais de 1100% nos 10 anos anteriores a 1994, em pouco mais de 8% nos quatro anos seguintes. Fatores **externos** (como a crise mexicana, a turbulência pré-eleitoral argentina de 1995, as crises asiática de 1997 e russa de 1998) somaram-se a fatores **internos** (como a CPI do orçamento de 1993, a crise bancária de 1995, a reversão do déficit público em 1996, as dificuldades da aliança governista em torno da reeleição, a queda dos preços de exportação e a ameaça de moratória de Minas Gerais em 1999) no delineamento de um quadro de instabilidade macroeconômica, que é surpreendentemente semelhante à experiência anterior quando comparamos alguns indicadores do *stop-and-go* dos períodos pré e pós-estabilização. As tabelas 1, 2, 3 e 4 ilustram o ponto, pois permitem a comparação da volatilidade relativa de alguns indicadores macroeconômicos antes e depois da estabilização.

Mais do que mapear as diversas interrupções de recuperação e suas respectivas origens nos últimos quatro anos, interessa-nos aqui identificar alguns fatores de fragilidade do quadro macroeconômico atual que aumentam os riscos de insustentabilidade e, mais uma vez, podem ameaçar as intenções de retomada de crescimento, caso não haja o respaldo da coerência macroeconômica. Três fatores sobressaem: a dinâmica da dívida pública a médio prazo, a inconsistência intertemporal do sistema de transferências, tanto inter-generacionais, quanto inter-regionais e a sobrevivência de um sistema tributário montado na alta inflação. O sistema vigente é um fruto notável dos remendos de emergência, feitos para garantir a manutenção da receita pública, em cima de uma estrutura de impostos concebida para uma divisão de competência para gastos que hoje mostra-se politicamente inviável.

O resultado é um risco latente, a curto prazo, de inadimplência da dívida pública, que aparece a cada vez que é ameaçada a trajetória de queda da taxa de juros. Outro é uma ameaça permanente de uma trajetória explosiva do sistema de seguridade social. Finalmente, os sintomas de que há um abuso na utilidade de um sistema tributário que conspira contra a eficiência econômica, sem nem mesmo prover tranquilidade nas relações entre as diversas unidades da federação, ou entre elas e a União Federal.

Ganhar tempo foi uma estratégia importante do Plano Real, manifestada em um certo pessimismo com respeito à rapidez com que seria possível mudar um regime fiscal de forma a permitir a utilização do espaço potencial para o aumento da eficiência econômica, criado pela derrubada da inflação desorganizadora. Tal pessimismo, que se revelou realista, transformou a política monetária pós-real em um obstáculo à retomada do crescimento. As elevadas taxas de juros e os compulsórios criaram restrições severas ao aumento do crédito ao setor privado, talvez com a intenção de impedir que uma bolha de expansão do crédito ao consumidor queimasse o espaço para o crescimento do endividamento público, criado pela queda da inflação.

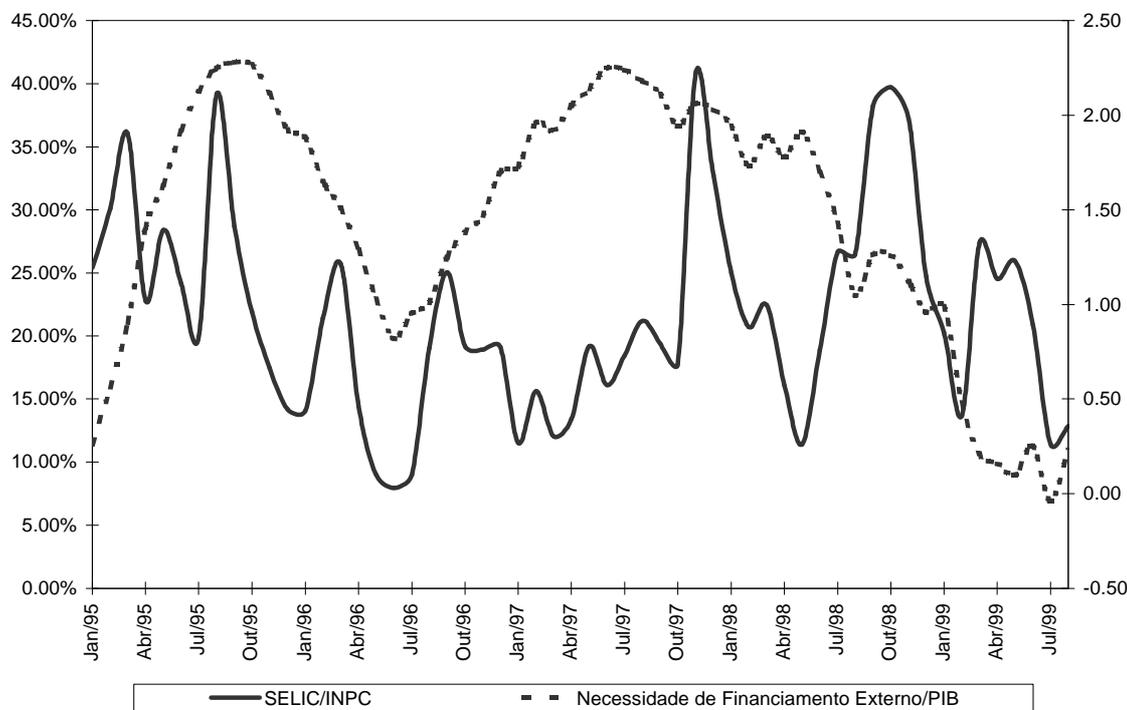
Sem uma mudança drástica do regime fiscal, uma explosão de consumo como a que ocorreu depois do Plano Cruzado inviabilizaria a queda da inflação por requerer correções cambiais incompatíveis com o esforço de desindexação.

O resultado foi que a restrição à expansão do crédito bancário abriu espaço para um endividamento do setor público, que terminou causando um quadro que os economistas denominam de “dominância fiscal” – obstáculo que limita a movimentação das taxas de juros segundo as necessidades da política monetária. Com a política macroeconômica presa a taxas de juros excessivamente elevadas, e com o fracasso da privatização em reduzir o endividamento público, agravaram-se os fatores de instabilidade que conspiram contra o crescimento econômico.

Em particular, a volta do aumento do déficit pós-96 lançou dúvidas acerca das convicções do governo sobre a importância de conter o endividamento interno, enquanto os sucessivos “esqueletos” que apareciam em cada etapa tornavam irrelevantes as projeções de endividamento público com base no resultado primário corrente e no custo de rolagem da dívida interna. Com a crise externa, as necessidades de financiamento externo provocaram o recurso a taxas de juros em níveis capazes de tornar explosivo qualquer processo de endividamento. Instalou-se, definitivamente, na discussão sobre relações entre política fiscal e crescimento, a mãe de todas as instabilidades, que é o vírus da moratória como solução.

A incerteza da correção fiscal com a lentidão com que se diminuía a necessidade de financiamento externo geraram uma trajetória incerta e insustentável das taxas de juros (figura 5)<sup>14</sup> para sustentar a política de deslizamento gradual da taxa de câmbio, que, ao fim do primeiro mandato do Presidente Fernando Henrique, sofreu o seu golpe de misericórdia com a turbulência da crise russa.

**Figura 5: Taxas de Juros e Necessidade de Financiamento Externo**  
%a.a



Fonte: Banco Central, IBGE

<sup>14</sup> A figura 5 ilustra as dificuldades de redução das taxas de juros em consequência da lentidão com que se deu a diminuição das necessidades de financiamento externo antes da flutuação de janeiro de 1999.

## 6. CONCLUSÃO E PERSPECTIVAS

O principal desafio que enfrenta o governo neste final de ano é encerrar o episódio da mudança de regime cambial conseguindo gerar uma perspectiva clara de que o crescimento econômico dos próximos três anos será bem superior ao dos últimos três, e que para isso não será necessário ser mais tolerante com a inflação.

A retomada do crescimento começa com uma recuperação cíclica. Busca-se, assim, maior utilização da capacidade produtiva existente, que além de estar subutilizada em consequência da recessão pós-crise russa, foi agravada pela queda da relação de trocas, notadamente por perdas sofridas pelas exportações agrícolas e minerais no primeiro semestre deste ano, em consequência da queda dos preços internacionais.

A partir do segundo trimestre do ano de 1999, a retomada do nível de atividade tornou-se nítida. Graças, em parte, ao sucesso da safra agrícola, transformando o estímulo que a desvalorização cambial representa para a agricultura de exportação, em compras de produtos industriais, e, em parte, à recuperação dos investimentos que resulta dos gastos com vistas à expansão dos setores de serviços públicos privatizados e que, mais recentemente, tem sido reforçados pelos investimentos na exploração de petróleo. No terceiro trimestre, este impulso foi prejudicado pelo efeito do aumento das tarifas públicas sobre o orçamento dos consumidores. A transferência de renda do setor privado para o setor público, entretanto, terá de ser compensada.

Para os próximos três anos, a aposta na continuidade do crescimento é reforçada pelos seguintes fatores:

O primeiro é a recuperação do financiamento externo em 2000 e 2001, que permite que o crescimento dos investimentos seja maior do que o que poderia ser garantido pela expansão da poupança doméstica. Já em 1998, apesar da queda do PIB, o investimento agregado permaneceu em 19,92% do PIB e deve aumentar, quando menos, em algo como 3% do PIB entre 1999 e 2001, apesar das dificuldades de implementação de reformas que possam contribuir para a expansão da poupança. A razão desta lentidão é que os primeiros resultados da reforma da Previdência sobre a poupança sofreram um atraso de, no mínimo, um ano. Ainda devemos esperar mais um ano, pelo menos, para que o efeito sobre o déficit da União se possa fazer sentir e para que a reforma atinja a previdência privada. Algum efeito positivo sobre a poupança pode resultar das contas de previdência complementar, para as quais já existe dedução fiscal. Finalmente, dado o atraso da reforma tributária, ainda que se pudesse aprová-la no apagar das luzes do ano legislativo de 1999, seus plenos efeitos sobre a poupança das famílias ainda devem demorar, pelo menos, até 2001.

O efeito positivo da desvalorização sobre os investimentos na produção de bens internacionais, tanto na área agrícola quanto na extração mineral e na indústria de transformação, é outro fator estimulante do crescimento que deve fazer-se sentir em 2000 e 2001. Os setores ligados a petróleo são particularmente atraentes, em decorrência das novas oportunidades criadas pela abertura do setor e dos preços do petróleo, assim como a produção de energia elétrica, em consequência do novo modelo de produção e distribuição. Adicionalmente, a recuperação que é esperada para o crescimento do comércio internacional nos próximos três anos e a melhoria da relação de trocas ajudarão a potencializar os efeitos da desvalorização real, mesmo com uma valorização nos próximos meses.

Finalmente, a queda dos juros internos (tanto os juros primários quanto os

*spreads* que determinam o custo dos empréstimos para o tomador final) é associada ao sucesso da estratégia de política monetária baseada em metas inflacionárias. O êxito dessa estratégia deve contribuir para uma diminuição substancial da volatilidade das taxas de juros nos próximos anos. Desta forma, impulsiona-se o crescimento da construção civil e das vendas de duráveis em geral, o que ajuda a expansão dos investimentos privados nos setores produtivos, em substituição aos investimentos públicos que poderão, conseqüentemente, concentrar-se na educação, na saúde pública e na melhoria dos serviços públicos urbanos. O resultado contribui para aumentar a produtividade do trabalho e disseminar padrões mais avançados de consumo, de transporte de massa e de moradia. A recuperação da poupança doméstica é imprescindível para evitar que a retomada dos investimentos, conforme foi descrita acima, resulte apenas em mais uma recuperação cíclica, abortada por mais uma crise de balanço de pagamentos ou de inflação.

A diminuição da incerteza definida pela restrição externa, entretanto, não é a única condição necessária para um prolongamento da prosperidade e para o reforço da tendência à expansão dos investimentos que já é observada. Podemos destacar dois outros elementos que podem contribuir na mesma direção.

O primeiro é a chamada repactuação do contrato federativo brasileiro, que de alguma forma está em andamento desde que a redemocratização dos anos oitenta quebrou, na prática, a hegemonia incontestável dos objetivos de política econômica formulados pelo governo federal. A Constituição de 1988 contentou-se com a união em torno de objetivos, mas revelou-se extremamente precária na tarefa de institucionalizar os meios de descentralização de poder de gasto, sem que esta descentralização implicasse, em última análise, o direito das unidades federadas a forçar o aumento do endividamento público federal, através dos mecanismos, mais ou menos explícitos, de federalização pela via da intervenção. Uma redefinição progressiva do pacto federativo, cujos sintomas estão manifestos nas discussões da reforma tributária e da reforma previdenciária, deve caminhar no sentido de permitir uma ação preventiva de violações das restrições orçamentárias locais. Estas violações resultaram, sucessivamente nos últimos anos, nas quebras dos bancos estaduais, no dreno da capacidade de investimento das empresas estaduais e ameaça, agora, revelar-se no reforço da capacidade de endividamento dos estados e municípios, através da instituição dos fundos previdenciários.

A segunda condição necessária é o fortalecimento da coerência intertemporal no orçamento federal brasileiro. A incoerência intertemporal deriva-se da falta de continuidade do esforço de mudança de postura fiscal, em decorrência da rápida mudança de prioridades. O resultado é que melhorias fiscais, obtidas a duras penas durante um ou dois anos, abrem espaço para a perda de prioridade das reformas de longo alcance, tão logo a melhoria de financiamento ocorra, ao mesmo tempo em que as perdas de popularidade – ou de votos no Congresso –, passam a ser vistas como mais importantes do que a consolidação dos ganhos da estabilidade. Este fenômeno tem sido observado em vários países e a experiência internacional sugere que somente através de medidas legislativas supra-orçamentárias é possível contribuir para corrigir este estado de coisas. No Brasil, o processo de discussão e aprovação da Lei de Diretrizes Orçamentárias do orçamento plurianual de investimentos, e agora da Proposta de Lei de Responsabilidade Fiscal, constituem esforços na direção de maior coerência fiscal. Idealmente, e seguindo experiências de sucesso em outros países (a exemplo da Lei Gramm-Rudmann, nos EUA), é desejável a definição de metas legais plurianuais, de modo a definir uma trajetória compatível com a extinção dos déficits fiscais. Tais metas poderiam ser incluídas, por exemplo, na Lei de Responsabilidade

Fiscal, cujo projeto ora tramita pelo Congresso.

É possível reagir negativamente às condições sob as quais foram lançadas as bases para a retomada dos investimentos em 1999. Pois o anúncio do Programa Plurianual gerou uma impressão negativa de que teria sido tirada do bolso do colete, e às pressas, uma listagem de projetos para servir de resposta às pressões da oposição, diante do que parecia ser um vazio de estratégia. A organização do esforço de investimento é tarefa do governo por força de lei, e consubstancia-se na apresentação ao Congresso da programação plurianual de investimentos, não havendo necessidade de uso do programa para reafirmar se o governo é “neo-liberal” ou não.

Segundo o IBGE, desde 1990 o crescimento real acumulado do investimento tem superado o do PIB. Apesar da estagnação no ano passado da proporção da despesa interna, representada pelos gastos de investimento em termos correntes, a superação da crise de investimentos que assolou o país nos anos 80 foi uma realidade nos turbulentos anos 90. Mais importante ainda do que a recuperação do nível do investimento agregado, entretanto, são os sinais de que vem melhorando de forma significativa a produtividade do investimento, que em última análise se traduzirá na capacidade de transformar o investimento em crescimento do produto. Podemos apontar três razões para esta melhora de produtividade.

A primeira razão foi a liberação das importações de bens de capital, com a redução drástica da proteção à produção local destes bens, que constituía, nos anos 70, um dos principais flagelos para as possibilidades de crescimento brasileiro nos anos oitenta. O fim do protecionismo às indústrias locais barateou as máquinas e equipamentos (que nos anos 80 encareceram em 30%, devido a esta proteção); tem permitido um salto na capacidade de produção de bens e serviços com especificação técnica internacional e será um dos elementos fundamentais para permitir a resposta das exportações industriais à desvalorização cambial.

Uma segunda razão é o abandono dos programas setoriais de investimentos, cujos custos de implantação e horizontes infundáveis de maturação serviam de desculpa para a arregimentação do *lobby* dos favorecidos pelos subsídios e isenções, interesses dos que acumularam riquezas como sócios de um Estado cada vez mais endividado e gerando mais inflação e desigualdade social, em nome de um falso progresso.

A terceira razão são os desdobramentos maiores que se esperam da reforma do Estado. Esta começou com a privatização do aparelho produtivo estatal e com a implantação das agências reguladoras, que nortearão e fiscalizarão a competição em setores chaves como o petróleo, as telecomunicações e a produção e distribuição de energia.

Prosseguir com estas tarefas é fundamental para a construção de uma trajetória de desenvolvimento que a consolidação das conquistas da estabilização enseja. A retomada do crescimento econômico não é, assim, uma “alternativa” ao cumprimento de acordos com o Fundo. O destaque que tem sido dado pela imprensa a uma possível revisão de metas, “motivada” pela necessidade de crescer mais rapidamente, pode, perfeitamente, ser interpretada como uma capitulação à demagogia e à falta de seriedade no cumprimento de um programa de ajuste cuja necessidade se justifica pelo excesso de instabilidade característico do nível de atividade nos últimos anos. Como vimos, mesmo depois de vencida a batalha contra a inflação elevada, persistiu uma volatilidade excessiva do ambiente de negócios, que torna mais custosa a tomada de decisões de investimento por parte das empresas. Atribuir ao Fundo Monetário, aos investidores internacionais ou aos “mercados” a culpa pela interrupção do

crescimento econômico a partir dos anos oitenta requer a contratação de especialistas em reescrever a história com as tintas de uma grande conspiração internacional. Poderia ser uma justificativa para aqueles que desejam transformar moratórias, barreiras alfandegárias e controles de movimentação de capitais em programa de desenvolvimento econômico. É preocupante, porém, quando vem de pessoas reconhecidamente responsáveis e competentes. Este é um sinal das nossas dificuldades e parte da causa de nossas turbulências, que as lideranças políticas do país possam ser atraídas por falsas estratégias, inspiradas em banalidades que já se mostraram ineficazes para promover o crescimento econômico.

#### REFERÊNCIAS:

Abreu, M.P., D.D.Carneiro e B. Lamounier, *Cinquenta Anos de Brasil, Cinquenta Anos de FGV*, FGV Editora, Rio de Janeiro, 1994.

Abreu, M.P., D.D.Carneiro e R.F.L.Werneck. "Brazil: Widening the Scope for Balanced Growth". *World Development*, Vol.24, nº 2, pp 241-254, 1996.

Bacha, E. "A Three-Gap Model of Foreign Transfers and the GDP Growth Rate in Developing Countries", *Journal of Development Economics*, nº 32, 1990.

Bevilaqua, A.S. e R.L.F. Werneck. "Fiscal Impulse in the Brazilian Economy, 1989-1996", *Texto para Discussão nº 379*, PUC-RIO, Rio de Janeiro, Outubro de 1997.

Bevilaqua, A.S. e R.L.F. Werneck. "Public-Sector Debt Dynamics in Brazil", *Texto para Discussão nº 376*, PUC-RIO, Rio de Janeiro, Outubro de 1997.

Carneiro, D.D. "Growth Prospects after Stabilization: Issues and Challenges", *Revista Brasileira de Economia*, Vol.48, nº 4, out/dez. 1994.

Carneiro, D.D. "Crise e Esperança: 1974-1980" in *A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana 1889-1989*, org. Marcelo de Paiva Abreu, pp295-322, Editora Campus, Rio de Janeiro, 1990.

Carneiro, D.D. e E. Modiano. "Ajuste Externo e Desequilíbrio Interno: 1980-1984" in *A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana 1889-1989*, org. Marcelo de Paiva Abreu, pp323-346, Editora Campus, Rio de Janeiro, 1990.

Carneiro, D.D. e R. Werneck, "External Debt, Economic Growth and Fiscal Adjustment", PUC-Rio, Departamento de Economia, Rio de Janeiro, 1987.

Davis, R.F. e H. Reisen. "Capital Flows and Investment Performance: an Overview", in *Capital Flows and Investment Performance: Lessons from Latin America*, eds Ricardo Ffrench-Davis e Helmut Reisen, OECD Development Center, Paris, 1998.

Furtado C., *Dialética do Desenvolvimento*. Rio de Janeiro: Editora Fundo de Cultura, 1964.

Haddad C., *Crescimento do Produto Real Brasileiro*, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 1978.

Hausmann, R.e H.Reisen (orgs) , *Securing Stability and Growth in Latin America: Policy Issues and Prospects for Shock-Prone Economies*, OECD Development Center, Paris, 1996.

Hirschman, A.O. *The Strategy of Economic Development*, Yale University Press, 1966.

Modiano E. “A Ópera dos Três Cruzados 1985-1989” in *A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana 1889-1989*, org. Marcelo de Paiva Abreu, pp347-386, Editora Campus, Rio de Janeiro, 1990.

Myrdal G., “An American Dilemma”, apêndice 3, reproduzido em *Value in Social Theory*, Routledge & Kegan Paul, Londres, 1958.

Pindyck, R. “Irreversible Investment, Capacity Choice and the Value of the Firm”, *American Economic Review*, 78, nº 5, 1988)

Taylor, J.B. “How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Price Stability – Conceptual Issues”, in *Achieving Price Stability*, pp. 181-195, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1996.