

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

MAURO ROCHLIN

POLÍTICA MACROECONÔMICA DE CURTO PRAZO E CRESCIMENTO ECONÔMICO
DE LONGO PRAZO: os casos de Brasil, Vietnã e Malásia.

RIO DE JANEIRO

2009

Mauro Rochlin

POLÍTICA MACROECONÔMICA DE CURTO PRAZO E CRESCIMENTO
ECONÔMICO DE LONGO PRAZO: os casos de Brasil, Vietnã e Malásia.

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós Graduação em Economia da Indústria e Tecnologia, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em Economia

Orientadora: Jennifer Hermann

Rio de Janeiro, RJ

2009

FICHA CATALOGRÁFICA

- R678 Rochlin, Mauro.
Política macroeconômica de curto prazo e crescimento econômico de longo prazo: os casos de Brasil, Vietnã e Malásia / Mauro Rochlin. – 2009.
270 f.; 31 cm.
- Orientadora: Jennifer Hermann.
Tese (doutorado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia da Indústria e da Tecnologia, 2009.
Bibliografia: f. 278 - 285.
1. Política macroeconômica. 2. Crescimento econômico. 3. Desenvolvimento econômico. I. Hermann, Jennifer, orient. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia. III. Título.

CDD 339.5

Mauro Rochlin

POLÍTICA MACROECONÔMICA DE CURTO PRAZO E CRESCIMENTO
ECONÔMICO DE LONGO PRAZO: os casos de Brasil, Vietnã e Malásia.

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós Graduação em Economia da Indústria e Tecnologia, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em Economia.

Aprovada em 24 de agosto de 2009

Profª Jennifer Hermann, Doutora, UFRJ

Prof. Carlos Aguiar de Medeiros, Doutor, UFRJ

Prof. Jacques Kerstenetsky, Doutor, UFRJ

Prof. José Luis Oreiro, Doutor, UnB

Prof. Luis Fernando de Paula, Doutor, UERJ

DEDICATÓRIA

A meu pai.

AGRADECIMENTOS

Seja por questões sentimentais, seja por questões acadêmicas, devo agradecimentos às seguintes pessoas:

À minha amada esposa e companheira, Zoé Maria Leite de Carvalho Freitas, pela paixão que nos une, pelo apoio permanente e por compartilhar comigo de mais essa jornada.

Aos meus filhos queridos, Ian e Vinícius, por me possibilitarem conhecer o amor incondicional.

Aos meus pais, Aharon Mendel e Ester, pelo amor e carinho de toda uma vida, e também pelo persistente incentivo ao estudo.

À minha orientadora Jennifer Hermann, por demonstrar, pelo exemplo, como rigor acadêmico e honestidade intelectual se constituem na essência do trabalho de pesquisa

À meus professores João Sicsu, José Eduardo Cassiolato e David Kupfer, por iluminarem o meu caminho e por tornarem a minha missão menos espinhosa.

À meu colega e dileto amigo, André Modenesi, pela permanente e enriquecedora troca de ideias, e, principalmente, pelo convívio fraterno

RESUMO

Rochlin, Mauro. **Política macroeconômica de curto prazo e crescimento econômico de longo prazo**: os casos de Brasil, Vietnã e Malásia. Rio de Janeiro, 2009. Tese (Doutorado)- Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2009.

O objetivo desta tese é analisar o impacto da política macroeconômica de curto prazo (PMCP) no processo de crescimento econômico do Brasil, do Vietnã e da Malásia, no período de vinte e cinco anos compreendido entre 1981 e 2006. A hipótese central é que as políticas macroeconômicas influenciaram fortemente a evolução das principais variáveis econômicas desses países, em particular o ritmo de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) de cada um. Muitos trabalhos já investigaram a forma pela qual a condução da política macroeconômica impacta o desempenho dos principais indicadores macroeconômicos. O ineditismo deste trabalho repousa na proposta de se reunir três casos elucidativos dos efeitos que a gestão da política macroeconômica pode produzir em termos de (des)aceleração do crescimento do PIB. A opção pelo caso brasileiro se justifica pelos efeitos negativos que a PMCP gerou no período estudado. A escolha dos casos do Vietnã e da Malásia, no entanto, pelo distanciamento geográfico, cultural e social, demanda uma justificativa que considere não apenas os desdobramentos favoráveis que a PMCP desses países ensejou. Tal escolha se deveu ao fato destes países estarem incluídos entre os cinco países cuja economia mais cresceu nos últimos vinte e cinco anos (1981-2006), e sobre os quais há um ralo conhecimento no Brasil. Apresentar casos de sucesso na condução da PMCP pode ajudar a países que, como o Brasil, têm enfrentado sérios reveses na obtenção de taxas mais elevadas de crescimento.

Palavras-chave: Política Macroeconômica. Crescimento Econômico. Desenvolvimento Econômico.

ABSTRACT

Rochlin, Mauro. **Política macroeconômica de curto prazo e crescimento econômico de longo prazo**: os casos de Brasil, Vietnã e Malásia. Rio de Janeiro, 2009. Tese (Doutorado)-Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2009.

The objective of this thesis is to analyze the short-term macroeconomic policy (PMCP) impact on the economic growth process in Brazil, Vietnam, and Malaysia over the twenty-five-year period from 1981 to 2006. Its central hypothesis is that macroeconomic policies strongly influenced the volatility of these countries' main economic variables, particularly the pace of growth of their respective Gross Domestic Product (GDP). Many studies have examined how the conduct of macroeconomic policy impacts the performance of key macroeconomic indicators. The originality of the present work lies in its proposal to bring together three cases that explain the effects the management of macroeconomic policy can produce in terms of (de) acceleration of GDP growth. Choosing the Brazilian case is justifiable by the detrimental effects the PMCP originated in the surveyed period. Vietnam and Malaysia's cases' choices, however, due to their geographical, cultural, and social distance, draw out a justification beyond the beneficial developments the PMCP of these countries brought forth. The choice was because those two countries are among the five whose economies grew the most in the past twenty-five years (1981-2006) and about which there is little knowledge in Brazil. Presenting successful cases in conducting the PMCP can help countries that, similar to Brazil, have met serious setbacks in achieving higher growth rates.

Key-words: Macroeconomic Policy. Economic Growth. Economic development.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	8
CAPÍTULO 1: OS MODELOS TEÓRICOS DE CRESCIMENTO ECONÔMICO	11
1.1 O CRESCIMENTO ECONÔMICO EM PERSPECTIVA HISTÓRICA	11
1.2 O MODELO HARROD DOMAR	16
1.2.1 O aumento da capacidade produtiva	17
1.2.2 O aumento da demanda agregada	18
1.2.3 A dinâmica de crescimento e a taxa de equilíbrio	19
1.3 O MODELO SOLOW	22
1.3.1 O papel da acumulação de capital	22
1.3.2 A relação entre a poupança e o crescimento	26
1.3.3 O crescimento populacional.....	28
1.3.4 O progresso tecnológico	29
1.4 A TEORIA DO CRESCIMENTO ENDÓGENO	30
1.5 A HIPÓTESE KEYNESIANA DE CRESCIMENTO PUXADO PELA DEMANDA AGREGADA: O MODELO DE KALDOR	34
1.5.1 A hipótese de disponibilidade de fatores não-limitada	35
1.5.2 Os condicionantes de longo prazo do crescimento puxado pela demanda....	39
1.6 O DEBATE SOBRE A CONVERGÊNCIA	41
1.7 A ESCOLHA DO REFERENCIAL TEÓRICO.....	44
CAPÍTULO 2: A POLÍTICA MACROECONÔMICA DO VIETNÃ	49
INTRODUÇÃO	49
2.1 DA ECONOMIA PLANIFICADA À ECONOMIA DE MERCADO	50
2.1.1 A reforma do setor agrícola.....	50
2.1.2 A reforma das empresas do Estado	54
2.1.3 A reforma do setor financeiro	59
2.1.4 O novo regime de comércio exterior	64
2.1.5 A reforma tributário-fiscal	68
2.2 A POLÍTICA MACROECONÔMICA DO VIETNÃ	72
2.2.1 O período 1985-1988.....	72
2.2.2 O período 1989-1992.....	81
2.2.3 O período 1993-1997.....	88
2.2.4 O período 1998-2006.....	99
CAPÍTULO 3 – A POLÍTICA MACROECONÔMICA DA MALÁSIA	113
INTRODUÇÃO	113
3.1 DO MODELO INTERVENCIONISTA AO MODELO LIBERAL.....	114
3.1.1 O modelo intervencionista-estatal (1971-1985).....	115
3.1.2 O modelo liberal-exportador (1986-?)	126
3.2 A POLÍTICA MACROECONÔMICA DA MALÁSIA	130
3.2.1 O período 1981-1984.....	130
3.2.2 O período 1985-1987.....	139
3.2.3 O período 1988-1997.....	151
3.2.4. O período 1998-2006.....	162
CAPÍTULO 4 – A POLÍTICA MACROECONÔMICA DO BRASIL	175
INTRODUÇÃO	175
4.1 AS REFORMAS ESTRUTURAIS	176
4.1.1 O fim do modelo de substituição de importações	176

4.1.2	A abertura comercial.....	178
4.1.3	A liberalização financeira	183
4.1.4	A reforma do Estado	187
4.2	A POLÍTICA MACROECONÔMICA DO BRASIL	192
4.2.1	O período 1981-1985.....	192
4.2.2	O período 1986-1993.....	201
4.2.4	O período 1999-2006.....	223
CAPÍTULO 5 – O PAPEL DAS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS DE CURTO PRAZO (PMCP) PARA O CRESCIMENTO ECONÔMICO DE VIETNÃ, MALÁSIA E BRASIL.....		233
INTRODUÇÃO		233
5.1	A COMPATIBILIDADE DAS PMCP AOS MODELOS DE DESENVOLVIMENTO DO VIETNÃ	235
5.1.1	O fim do modelo intervencionista e a PMCP do Vietnã	235
5.1.2	O modelo liberal e a PMCP do Vietnã.....	237
5.1.3	Determinantes do PIB e taxas de crescimento econômico durante a vigência dos modelos intervencionista e liberal.	240
5.2	A COMPATIBILIDADE ENTRE AS PMCP E OS MODELOS DE DESENVOLVIMENTO DA MALÁSIA.....	242
5.2.1	O modelo intervencionista e a PMCP da Malásia	242
5.2.2	O modelo liberal e a PMCP da Malásia	244
5.2.3	Determinantes do PIB e taxas de crescimento econômico durante a vigência dos modelos intervencionista e liberal.	247
5.3	A COMPATIBILIDADE DA PMCP E OS MODELOS DE DESENVOLVIMENTO DO BRASIL.....	249
5.3.1	O modelo intervencionista e a PMCP do Brasil	249
5.3.2	O modelo liberal e a PMCP do Brasil.....	251
5.3.3	Determinantes do PIB e taxas de crescimento econômico durante a vigência dos modelos intervencionista e liberal.	253
6	CONCLUSÕES.....	256
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS		263

INTRODUÇÃO

O crescimento econômico sustentável é um fenômeno relativamente recente. Nos primeiros mil anos da era cristã, o padrão de vida da população mundial pouco diferia entre si, e em pouco se alterou, se medido pela renda per capita¹. No entanto, desde meados do século XVIII, começando na Inglaterra, o fenômeno do crescimento econômico sustentável se tornou o “aspecto definitivo da história humana”. Com o advento da Revolução Industrial, e com a conseqüente mudança nas condições materiais de produção e acumulação de riqueza, alguns países passaram a crescer substancialmente mais rápido do que outros. Como resultado disso, passou a se acentuar a diferença entre os padrões de vida dos países. Enquanto que há mil anos atrás a diferença entre a renda per capita de duas regiões quaisquer não ultrapassava a proporção de 1:2, encontramos hoje diferenças de renda per capita que alcançam a proporção de 1:100. Assim, não seria incorreto supor que as enormes diferenças verificadas atualmente são resultado, basicamente, de taxas de crescimento que têm sido observadas nos últimos duzentos anos.

Em vista do exposto, claro está que o estudo acerca do crescimento econômico de longo prazo tem grande relevância. Este trabalho, em linhas gerais, trata do desdobramento deste processo em três países nos últimos vinte e cinco anos (1981-2006). Ele cobre um período marcado por várias fases de instabilidade – como as recessões do início das décadas de 1980 e 2000 e as crises cambiais da década de 1990 – e por um crescimento um tanto irregular entre os países. Por exemplo, entre os países desenvolvidos, enquanto os EUA, após uma fase de descenso (década de 1980), experimentaram um ritmo mais rápido de crescimento (década de 1990), o Japão, após quarenta anos de elevado dinamismo econômico (1945-85), viu sua economia se estagnar (década de 1990). Do lado dos países em desenvolvimento, enquanto alguns países do Sudeste Asiático – como China e Taiwan - cresceram a taxas próximas a 10% ao ano durante quase todo o período coberto por esta análise, países da América Latina cresceram muito pouco no mesmo período.

Nesta perspectiva, torna-se, pois, crucial esclarecer os fatores propulsores do crescimento econômico de longo prazo. Que requisitos são necessários para que um país alcance uma alta taxa de crescimento do produto? Quais as condições necessárias para que um país possa manter, por um longo período, uma elevada taxa de crescimento econômico? Que políticas podem influenciar o processo de crescimento econômico? Estas perguntas têm

¹ Cf. Maddison (2001)

suscitado uma extensa e profunda investigação sobre os fatores condicionantes do processo de crescimento econômico e têm servido de pedra de toque para um amplo debate acerca das possibilidades da política econômica de impactar tal processo. Discute-se, ainda, como desdobramento deste debate, se, e como, a política macroeconômica de curto prazo pode influenciar o crescimento do produto.

Este trabalho se insere neste contexto. Ele discute o impacto daquela política de curto prazo sobre o crescimento econômico do Brasil, Vietnã e Malásia, no período de vinte e cinco anos compreendido entre 1981 e 2006. O objetivo é investigar como a política macroeconômica afetou o crescimento destes países e quais os principais condicionantes desta política. Para efeito desta análise, entende-se como política macroeconômica de curto prazo (PMCP) a administração das políticas cambial, monetária e fiscal.

A opção pelo caso brasileiro é óbvia. A escolha dos casos do Vietnã e Malásia, pelo inusitado, demanda uma justificativa. Assim, tal escolha se deve ao fato destes países estarem incluídos entre os cinco países cuja economia mais cresceu nos últimos vinte e cinco anos (1981-2006)² e sobre os quais há um conhecimento ainda precário no Brasil. Ademais, o contraste entre o rápido crescimento relativo da renda naqueles países e o lento crescimento da renda no Brasil pode ajudar a esclarecer porque o Brasil cresceu tão pouco neste período.

De modo a organizar a tarefa aqui proposta, este trabalho se divide em cinco capítulos, além desta introdução e da conclusão. O primeiro capítulo apresenta os principais modelos teóricos que discutem as causas e a dinâmica do processo de crescimento econômico dos países. Ele introduz, inicialmente, uma perspectiva analítica que se utiliza da história como principal campo de investigação. Em seguida, o capítulo apresenta as principais interpretações teóricas que concentraram o debate acerca dos fatores indutores do crescimento. Por fim, o capítulo trata dos desdobramentos deste debate à luz da experiência dos países.

Para efeito da hipótese central deste trabalho, é crucial sublinhar que, dentre os modelos apresentados, ressaltamos as abordagens de inspiração keynesiana – os modelos Harrod-Domar e Kaldor -, as quais priorizam a dinâmica da demanda agregada. Baseada nesta premissa, este trabalho insere a PMCP nos modelos de crescimento de longo prazo, destacando a sua influência sobre o comportamento da demanda agregada.

Em linha com estes modelos keynesianos, parte-se aqui da hipótese de que uma fase de crescimento econômico prolongado, como se observou em alguns países no período em análise – Vietnã e Malásia na nossa amostra – não é fruto do acaso, ou apenas de um conjunto

² Cf. FMI, 2009

de fatores favoráveis, mas é resultado, também, da implementação de uma PMCP deliberadamente voltada para o crescimento econômico. A idéia é que a PMCP, ao favorecer a expansão da demanda agregada, incentivou as decisões de investimento dos agentes econômicos, provocando alterações importantes na trajetória de crescimento da economia destes países.

Os três capítulos seguintes apresentam o contexto que enquadrou a condução da política macroeconômica de curto prazo, respectivamente, do Vietnã, Malásia e Brasil. Eles descrevem as condições sob as quais a política macroeconômica de cada país foi conduzida e destacam a influência desta política sobre os fatores promotores do crescimento da economia. O quinto capítulo sumariza e analisa a política macroeconômica de cada país, ressaltando suas contribuições para o crescimento.

Por fim, a conclusão do trabalho destaca a contribuição da PMCP em cada país e as condições em que tal política é capaz de influenciar o crescimento a longo prazo. O estudo da PMCP do Brasil, Vietnã e Malásia dá pistas importantes da influência desta política sobre o comportamento da demanda agregada, sugerindo que o crescimento econômico de longo prazo pode ser afetado pela PMCP adotada pelos países.

CAPÍTULO 1: OS MODELOS TEÓRICOS DE CRESCIMENTO ECONÔMICO

Este capítulo apresenta algumas das principais contribuições teóricas que discutem as causas e a dinâmica do processo de crescimento econômico dos países. Para levar adiante esta tarefa, o trabalho se divide em sete seções, além desta introdução. Inicialmente, a partir de uma perspectiva histórica, investigam-se os fatores que remontam às origens deste processo. As três seções seguintes apresentam, respectivamente, os três principais modelos teóricos que concentraram, ao longo do século XX, o debate acerca dos mecanismos promotores do crescimento econômico. Na quinta seção, o trabalho introduz o modelo de crescimento puxado pela demanda agregada, de Kaldor, no qual se refuta a tese neoclássica de limitação na disponibilidade dos fatores de produção, e se destaca o papel da demanda agregada frente ao crescimento econômico de longo prazo. A sexta seção apresenta alguns argumentos que discutem a tendência à convergência das taxas de crescimento dos países ricos e dos países pobres. Por último, a sétima seção aponta os motivos pelos quais a escolha da base teórica para a interpretação dos países analisados nos capítulos seguintes recai sobre os dois modelos de inspiração keynesiana.

O modelo Harrod Domar, o modelo de Solow, os chamados “modelos de crescimento endógeno” e o modelo de Kaldor compõem o conjunto de teorias em torno das quais os economistas se reuniram para investigar as fontes e a dinâmica de crescimento econômico dos países. O objetivo principal deste capítulo é destacar, em cada modelo, as principais variáveis responsáveis pelo crescimento econômico e, mais adiante, especular se, e como, estas variáveis podem ser afetadas pelas medidas de política macroeconômica.

1.1 O CRESCIMENTO ECONÔMICO EM PERSPECTIVA HISTÓRICA

Juntamente com a Grande Depressão da década de 1930 e a Grande Inflação da década de 1970, a disseminação do crescimento econômico entre os países é um dos fenômenos que domina a história macroeconômica do século XX. Para Lucas³, o crescimento econômico dos países do chamado Terceiro Mundo, em particular, é o principal evento macroeconômico do século XX. Em contrapartida, a constatação de que o crescimento econômico persistente é um

³ Entrevista apresentada em Sonowdown e Vane (2005)

fenômeno relativamente recente condiz com os dados de Maddison (2001), os quais apontam um padrão de vida quase constante em todo o período que antecedeu a era moderna

De modo a evidenciar a passagem de uma situação na qual os padrões de vida se mantiveram continuamente em um mesmo nível para uma situação na qual os padrões se elevaram de forma persistente, Snowdown e Vane (2005) propõem uma distinção entre crescimento extensivo e crescimento intensivo. A idéia é que, para efeito de mudança nos padrões de vida, crescimento extensivo e crescimento intensivo representam processos que implicam em diferentes resultados. No caso de crescimento extensivo, está se tratando de um aumento na capacidade produtiva decorrente de um aumento na população. No segundo caso, de crescimento intensivo, está se tratando de aumento na capacidade produtiva independente do aumento na população; ou seja, neste caso, o aumento na capacidade se traduz em crescimento na renda per capita da população.

No primeiro caso, um aumento no PIB é absorvido por um aumento na população, de modo que não há uma tendência de elevação na renda por habitante. Por exemplo, não podemos afirmar que havia estagnação econômica antes da Revolução Industrial, pois, de fato o crescimento da população por milhares de anos é evidência de que houve crescimento do produto. Porém, ainda que tenha havido crescimento do produto, pesquisas comprovam que não houve crescimento do produto por habitante. Houve, portanto, neste caso, crescimento extensivo.

Em contraste, o crescimento intensivo ocorre quando um aumento no PIB excede um aumento na população. Neste caso ocorre um aumento sustentado nos padrões de vida da população, se medido em termos de renda por habitante. Por exemplo, se observarmos que ocorreu crescimento na renda por habitante, no Brasil, nos últimos duzentos anos, mesmo tendo ocorrido crescimento na população do país, fica evidente tratar-se de um tipo de crescimento que teve impacto nos padrões de vida da população. É o caso de crescimento intensivo.

Jones (1988) distingue, ainda, dois tipos de crescimento intensivo. O primeiro, definido a partir do conceito de divisão do trabalho, de Adam Smith, ressalta os ganhos de produtividade decorrentes da especialização da mão de obra e do comércio. Este tipo de crescimento esbarraria em retornos decrescentes na medida em que existem limites aos ganhos decorrentes de realocação de recursos.

Em contrapartida, o segundo tipo se refere ao crescimento sustentável, que é alavancado pelo progresso tecnológico e pela inovação. Foi somente a partir da segunda

metade do século XVIII, na Europa, com a emergência da Revolução Industrial, que se começou a observar a existência deste segundo tipo.

Diversos economistas e historiadores têm se debruçado sobre as causas da primazia europeia na passagem de um tipo de crescimento a outro. A geografia, para alguns, é a melhor explicação para o fato de a Revolução Industrial ter se iniciado na Europa. Diamond (1997), por exemplo, aponta a maior extensão latitudinal da Eurásia (Europa + Ásia) como uma das causas mais ancestrais da dianteira europeia. O argumento é que esta característica, por facilitar a migração populacional e, conseqüentemente, a aglomeração de pessoas, propiciou uma difusão de conhecimentos mais rápida, o que contribuiu para um desenvolvimento europeu mais veloz. A idéia básica por trás deste argumento é que o conhecimento acumulado é o que mais importa em termos de desenvolvimento. Portanto, considerando que quanto maior for a densidade populacional, maior será a produção de novos conhecimentos – quanto maior o número de pessoas, maior a chance de ocorrerem novas idéias – a geografia do continente eurasiático, por favorecer a aglomeração populacional, seria uma das causas da hegemonia europeia.

Uma segunda causa apontada por Diamond (1997) se refere à existência, na Europa, de uma flora e fauna nativas mais facilmente domesticáveis. Isto porque, a presença natural de cereais, tubérculos e raízes, como o trigo, o milho, a beterraba e a batata - de fácil plantio e cultura - propiciou uma elevada produtividade da lavoura, favorecendo o rápido desenvolvimento da agricultura naquele continente. Ao lado disso, a existência naquela região, a milhares de anos, de animais de porte relativamente pequeno e de fácil trato - como o gado ovino e bovino - forneceu aos europeus a vantagem de lidar com rebanhos de reprodução relativamente rápida e de utilidade variada (por exemplo: a produção de leite, carne, lã e couro; o transporte; e a aragem da terra).

David Landes é um autor que perfila geografia e cultura como fatores que estariam na raiz da liderança europeia por ocasião da Revolução Industrial. Para Landes (1998), as condições climáticas mais favoráveis seriam um dos fatores explicativos que desvendariam o porquê da primazia dos países localizados nas zonas temperadas. Por disporem de um clima menos inóspito - nem muito quente, nem excessivamente frio; sem secas prolongadas e sem chuvas torrenciais - os europeus puderam deixar vastas extensões de terra sem cultivo, e assim se dedicar a criação de gado, sem ter que buscar pastos longínquos.

Segundo Landes (1998), a expansão da pecuária nas regiões temperadas, por sua vez, produziria um duplo benefício: em primeiro lugar, geraria para os criadores um maior volume de esterco animal, cuja utilização como fertilizante natural viria a favorecer uma maior

produtividade das lavouras. A principal consequência disso foi a colheita de safras mais abundantes. Em segundo lugar, a expansão proporcionaria aos habitantes dos países de clima temperado uma dieta rica em proteínas, o que reduziria a incidência de doenças e a infestação de germes que atormentavam outras regiões.

Para Landes (1998), o segundo fator explicativo para o advento da Revolução Industrial em solo europeu data de um período muito mais recente, pois reside no poder da cultura. A idéia de Landes é de que, superando as condições iniciais da geografia, a cultura “faria quase toda a diferença”. A emergência e consolidação de um novo sistema de idéias – no qual a ampliação da liberdade de pensamento, a disseminação do direito de propriedade privada e a legitimação da acumulação individual de riqueza estavam presentes - explicaria a hegemonia européia. Segundo Landes, a superação de uma mentalidade católica retrógrada e a ascensão de uma visão protestante progressista, ao afastar o obscurantismo e introduzir o racionalismo, se constituiria na base sobre a qual se assentariam as conquistas e o desenvolvimento dos países europeus.

Com a emergência da Revolução Industrial no século XVIII, cresceu o reconhecimento da importância do conhecimento técnico como requisito para o desenvolvimento econômico. O uso de máquinas movidas a energias inanimadas, cuja disseminação possibilitaria a substituição do braço humano no processo de fabricação de mercadorias, promoveu um salto na produtividade do trabalho, multiplicando o potencial das novas unidades produtivas urbanas que viriam a surgir. A expansão das indústrias metalúrgica, têxtil e mecânica e o desenvolvimento dos transportes ganharam novo impulso graças ao surgimento de novas máquinas, técnicas e processos que elevaram exponencialmente a produtividade. Esse aumento de produtividade, por seu turno, propiciaria uma intensificação do processo de acumulação de capitais e um aumento sem precedentes na renda per capita.

Neste novo quadro, o feudo como principal unidade de produção cedeu lugar à emergência de novas formas de organização da produção. Foi, então, substituído por galpões e fábricas, onde máquinas e engenhos mecânicos superavam com larga folga a capacidade produtiva das antigas manufaturas, unidades confinadas ao ritmo de artesãos e aprendizes. Este novo modo de produção – o sistema de fábricas - deixaria para trás senhores feudais e camponeses e consagraria o aparecimento de uma nova força produtiva: a burguesia industrial.

Na interpretação de Landes (1998), o surgimento de uma nova mentalidade empreendedora, mais do que o aparecimento de uma nova classe social, foi o que marcou esse

ambiente em que novos negócios viriam a prosperar. A substituição do trabalho humano por máquinas, a rápida geração e difusão de novas técnicas, a formação de contingentes de mão de obra que podiam ser contratados através do pagamento de salários, a criação e expansão de novos mercados consumidores, tudo isso concorreria para acelerar o estabelecimento de um inédito espaço de acumulação produtiva, onde a indústria desempenharia o papel principal. A idéia de que a industrialização haveria de fomentar o desenvolvimento econômico tomou forma a partir da consolidação destes fatos como elementos formadores da composição de um mesmo processo – o surgimento do capitalismo industrial.

Vários países europeus viriam a conquistar seu lugar ao sol, não obstante a hegemonia inicial da Inglaterra nesse processo. França e Holanda não tardaram a trilhar os mesmos caminhos apontados pelo exemplo inglês e, já no século XIX, haviam ingressado no restrito clube dos países nos quais a indústria despontava como o elemento dinâmico da economia. Segundo Chang (2002), a adoção de políticas protecionistas explica, ao menos em parte, o êxito desses países. Políticas voltadas à proteção de indústrias nascentes, leis de comércio que protegiam produtores locais, incentivo à invenção e a difusão de novos produtos e processos e preferência nas compras estatais se constituíram em práticas correntes nesses países, contribuindo para o incremento do processo de desenvolvimento industrial que então se iniciava.

No mesmo caminho de Chang, Rodrik (2003) também adota uma perspectiva histórico-institucionalista para analisar o processo de desenvolvimento econômico. O estudo da história como meio de acesso às informações sobre o crescimento econômico também é utilizado por Rodrik (2003). Segundo esta visão, os recursos naturais e o clima (geografia), a capacidade social (instituições) e o relacionamento com os países (integração econômica internacional) se constituíram nas forças fundamentais do crescimento. Rodrik (2003) propõe uma taxonomia econômica em que considera estas três forças – geografia, instituições e integração – como os determinantes fundamentais do crescimento. A partir daí, o foco nessas três categorias passou a dominar a análise do crescimento econômico.

Por fim, considerando a abrangência deste tipo de análise, é importante reconhecer que a discussão acima é mais ampla do que a proposta por este trabalho, estritamente voltado à análise do crescimento econômico. Ela aponta para uma análise histórica sobre o crescimento secular, tendo por foco os países que estiveram na dianteira deste processo. Nesta perspectiva, a análise do desenvolvimento econômico seria o desdobramento natural deste tipo de abordagem. Entretanto, não é este o nosso tema, mas, tão somente discutir a relação entre política macroeconômica e crescimento do PIB. Para isso, apresentamos a seguir modelos

analíticos que focam em variáveis econômicas específicas o seu objeto de estudo. Apesar da mudança um tanto “abrupta” de enfoque, entendemos que a introdução daquele quadro mais amplo pode auxiliar na construção de uma visão menos “tecnicista” acerca do tema e, portanto, em uma consideração mais crítica a respeito do que é proposto por esses modelos.

1.2 O MODELO HARROD DOMAR⁴

Os trabalhos de Roy Harrod (1939) e de Envey Domar (1943) se constituem, reconhecidamente, nos primeiros modelos que formalizaram o modo pelo qual uma dada combinação de fatores de produção resulta em expansão do produto. A idéia básica desses trabalhos é que a oferta agregada e a demanda agregada não evoluem necessariamente no mesmo compasso, implicando em um processo de crescimento que se desdobra sobre um “fio de navalha”. Essa imagem reflete uma dinâmica segundo a qual, em um processo de crescimento equilibrado – frente ao qual oferta agregada e demanda agregada se igualam – a taxa de crescimento do produto estará condicionada ao crescimento *pari passu* da demanda. Assim, a interpretação básica do modelo Harrod Domar é a de que o crescimento é um processo marcado pela instabilidade.

A descrição do modelo pode ser feita a partir do princípio, postulado por Harrod, e mais tarde incorporado por todas as correntes que tratam do crescimento, de que o investimento líquido tem um duplo efeito: ele se constitui, ao mesmo tempo, em uma demanda por bens e serviços e, também, em um aumento da capacidade produtiva da economia. A construção de uma planta industrial, por exemplo, ao mesmo tempo em que gera uma demanda de cimento, máquinas e serviços de engenharia, adiciona, uma vez concluída, nova capacidade de produção à economia. Deste modo, o investimento líquido da economia, em qualquer período de tempo, tem um duplo efeito: o efeito demanda e o efeito capacidade. É esse duplo efeito, como veremos, o responsável pela instabilidade na dinâmica de crescimento.

O primeiro efeito diz respeito ao fato de que o investimento desempenha o papel de consumidor daquela parcela do produto que não encontraria demanda, dado que uma parte da renda não se dirige ao consumo, mas é poupada. Isso significa que o efeito demanda decorrente da realização do investimento, ao absorver a porção da produção que não seria

⁴ A seção a seguir se apóia em: Shapiro (1981), Bresser-Pereira (1975) e Mankiw (2008)

consumida, iguala a demanda agregada ao produto agregado. Absorvendo aquela parcela da oferta não absorvida pelo consumo, o investimento favorece o alcance do equilíbrio entre a oferta e a demanda.

O segundo efeito, o de capacidade, pode ser enunciado a partir do fato de que o investimento líquido, além de compor parcela da demanda agregada, também implica aumento de capacidade produtiva. Ou seja, o efeito se refere à condição do investimento de aumentar a capacidade instalada da economia. Em termos da dinâmica de crescimento econômico, isso é crucial, dado que o efeito capacidade tem por resultado um aumento do produto potencial no período seguinte.

Contudo, apesar de promover o crescimento do produto potencial, a geração de nova capacidade instalada não garante *per se* crescimento econômico equilibrado (o qual não desajusta produto agregado e demanda agregada). De fato, para que haja crescimento equilibrado é necessário que, a cada novo período, uma demanda adicional se agregue a demanda pré-existente e “remova” a oferta adicional resultante do aumento de capacidade instalada. Isso ocorrendo, a demanda agregada do período seguinte excederá a demanda do período corrente, conseguindo assim cobrir o novo nível de produto. Somente confrontada por uma demanda aumentada, a nova capacidade gerada pelo investimento líquido do período anterior poderá ser plenamente utilizada. A vista disso, o modelo postula que, para haver equilíbrio entre produto e renda, a demanda agregada deverá elevar-se continuamente. Essa é a fonte de instabilidade prevista pelo modelo. Vejamos, em maiores detalhes, porque a dinâmica de crescimento do modelo é marcadamente instável.

1.2.1 O aumento da capacidade produtiva

Pelo lado da oferta, a teoria propõe uma função de produção que, através da relação capital-produto, relaciona a geração do produto total ao estoque disponível do fator capital (supõem-se como fixos os coeficientes técnicos de produção). Ou seja, considera-se que um montante especificado de capital é necessário para se produzir um dado montante de produto.

Sendo o nível de produção dependente do estoque de capital, e sendo o crescimento deste dependente do investimento líquido, então, o aumento da capacidade produtiva (ΔK) dependerá tanto do montante do investimento líquido, I , como da produtividade marginal do capital (γ). Corroborando estes princípios, o modelo supõe que o aumento da capacidade produtiva é resultante do montante de investimento líquido multiplicado pela taxa de

produtividade marginal do capital.⁵ Note-se, ainda, que esse aumento de capacidade produtiva não é necessariamente o aumento *efetivo* do produto, mas apenas o aumento *potencial*. Devemos diferenciar aquilo que é aumento efetivo da produção daquilo que é apenas aumento da capacidade de produzir. Como veremos adiante, o que irá diferenci-los é o comportamento subsequente da demanda. De todo modo, esses são os mecanismos que explicam a dinâmica de aumento do produto *potencial*.

1.2.2 O aumento da demanda agregada

Pelo lado da demanda, a exemplo da teoria keynesiana, o modelo supõe uma função de produção onde a demanda agregada é igual à soma de gastos de consumo e de investimento (supondo uma economia de dois setores). Além disso, supõe-se que, para que haja aumento nos gastos de consumo, é necessário que haja aumento na renda. Por conseguinte, um aumento nos gastos de investimento, anteriormente, se faz necessário para que haja uma elevação na renda. Logo, pode-se determinar a elevação nos gastos gerais (ou renda), que resultará de qualquer elevação dada no investimento, empregando a expressão do multiplicador elementar

$$\Delta Y = 1/s \cdot \Delta I$$

na qual s é a propensão marginal a poupar. Essa elevação na renda é seguida por uma elevação de mesma proporção no produto efetivo, considerando que o produto responde ao aumento na demanda, e supondo, como o faz o modelo de Keynes, que a economia funciona, regra geral, com capacidade ociosa. Assim, podemos indicar o produto efetivo como:

$$\Delta Y_e = \Delta I/s$$

⁵ Segundo Shapiro (1981), essa é a relação mais importante do modelo

1.2.3 A dinâmica de crescimento e a taxa de equilíbrio

Dado o exposto, fica claro que o modelo aponta uma relação instável entre o aumento do produto e o aumento da demanda. No lado da demanda, o aumento do investimento se torna necessário para promover continuamente o equilíbrio entre a demanda agregada e a oferta agregada, dado que a oferta agregada se amplia à medida que ocorre o investimento. De fato, é a demanda adicional decorrente do aumento no investimento que, a cada período, promoverá a absorção do “excesso” de capacidade instalada.

Porém, no lado da oferta, como vimos, é o investimento líquido de cada período, e não o seu incremento, que acarreta um aumento no estoque de capital, implicando em um aumento da capacidade produtiva da economia.

Para explicitar a diferença dos dois efeitos, consideremos a hipótese de o investimento líquido se manter inalterado. Caso isso ocorra, o produto potencial se expandirá continuamente, porém o produto efetivo não crescerá na mesma proporção. Com isso, o resultado será a ampliação de capacidade ociosa na economia. Isso ocorrendo, as empresas não se comprometerão com a contínua ampliação (ou mesmo manutenção) do investimento, acarretando em interrupção do crescimento. Para Shapiro

Isso destaca o paradoxo do investimento: para justificar o investimento líquido de hoje, o de amanhã deve exceder o de hoje, a fim de proporcionar a demanda agregada adicional necessária para comprar aquela parte do produto potencial que não é comprada pelos consumidores (SHAPIRO, 1985, p. 622)

Apesar dessa diferença entre os determinantes da oferta agregada e os da demanda agregada, a experiência histórica mostra que a inexistência de investimento líquido, que caracterizaria uma economia estacionária, não é um fato que corresponda à evolução das economias desenvolvidas. Portanto, sendo a economia real um sistema em expansão, a pergunta que prevalece é: qual deve ser a taxa de crescimento que garanta que o produto efetivo em cada período corresponderá precisamente ao aumento na capacidade produtiva daquele período.

O modelo Harrod Domar indica uma taxa de crescimento que garante o equilíbrio entre o produto potencial e o produto efetivo, a qual é chamada de taxa de crescimento de equilíbrio. Para demonstrar como essa taxa pode propiciar o crescimento equilibrado, consideremos uma situação inicial em que o produto potencial seja igual ao produto efetivo.

Segue daí que, para se manter essa igualdade, e possibilitar a continuidade do crescimento, o aumento na taxa de crescimento do produto potencial deve ser idêntico ao aumento na taxa de crescimento do produto efetivo. Dado o exposto, essa condição é atendida se, e somente se, a taxa de crescimento da renda ($\Delta Y/Y$) for igual a taxa de crescimento do investimento ($\Delta I/I$), e ambas corresponderem ao produto da multiplicação da propensão marginal a poupar (s) pelo coeficiente da relação produto-capital (γ). Assim,

$$\Delta Y/Y = \Delta I/I = s \cdot \gamma$$

Ou seja, o modelo propõe que o crescimento econômico equilibrado a longo prazo só ocorrerá se a propensão marginal a poupar e a produtividade média e marginal do capital alcançarem valores tais que a taxa de crescimento do investimento possa se igualar à taxa de crescimento do produto. Fora dessa situação de equilíbrio não haveria razão para que a trajetória de equilíbrio fosse “naturalmente” restabelecida. Isso porque, quando o aumento do investimento for insuficiente – caso em que $\Delta I/I < s \cdot \gamma$ – a demanda agregada será menor do que a oferta agregada, com a conseqüente retração desta última. Ou, então, alternativamente, quando o aumento do investimento for “excessivo” – caso em que $\Delta I/I > s \cdot \gamma$ – a demanda agregada será maior do que a oferta agregada, estimulando mais investimento e mais crescimento. Daí a idéia de que o crescimento é um processo que se desdobra sobre um “fio de navalha”.

Uma interpretação do que está acima exposto que ganhou ampla repercussão, porém vista como heresia pela tradição keynesiana, é que a taxa de poupança é variável crucial na determinação da taxa de crescimento da economia. Também por conta disso, o modelo Harrod Domar se tornou muito influente no desenvolvimento da literatura econômica no período 1950-1975, passando a ser utilizado como ferramenta chave na estrutura de planejamento econômico. Como apontou Bhagwati (1984 apud SNOWDOWN; VANE, 2005):

The implications of this popular model were dramatic and reassuring. It suggested that the central developmental problem was simply to increase resources devoted to investment (SNOWDOWN; VANE, 2005).

Dado que a taxa de crescimento, segundo essa leitura do modelo, é diretamente proporcional a taxa de poupança, os adeptos dessa tese passaram a direcionar suas pesquisas no sentido de encontrar meios de aumentar a taxa de poupança e, com isso, possibilitar a

capacitação dos países em desenvolvimento em termos de alcançar o crescimento auto-sustentado (SNOWDOWN; VANE, 2005).

Autores keynesianos, porém, refutam a interpretação de que o aumento do investimento requer, previamente, o aumento da poupança. Em primeiro lugar, eles afastam a tese de que um aumento da poupança seria necessário para “liberar” capacidade produtiva com vista à produção de bens de capital. O argumento é o de que o tipo de capacidade produtiva empregada, neste caso, não é o mesmo daquele empregado na produção de bens de consumo. Em segundo lugar, esses críticos não concordam com a idéia de que o aumento da poupança é necessário para financiar o aumento do investimento. Para eles, basta que o sistema financeiro se disponha a ceder liquidez para que os investimentos planejados sejam efetivados. Em resumo, seguindo Keynes, esses críticos entendem que o investimento depende da expectativa dos empresários quanto à evolução da demanda, e da disponibilidade de financiamento, e, não, da existência de poupança prévia.

De todo modo, a política fiscal passou a ser encarada como tendo um papel proeminente frente ao crescimento econômico. De uma perspectiva keynesiana, o aumento no gasto público, por gerar aumento na demanda agregada, passou a ser visto como estratégia crucial na promoção do crescimento econômico.

Não obstante essas interpretações do modelo, seus críticos apontam fragilidades teóricas que inviabilizam tais conclusões. Segundo esses críticos, a maior fragilidade do modelo é assumir a relação produto-capital como fixa, já que tal hipótese implica em desconsiderar a produtividade do investimento. Para estes, entretanto, vários fatores poderiam promover a elevação na produtividade do investimento. Bhagwati (1993), por exemplo, entende que produtividade do investimento é reflexo da eficiência das políticas governamentais e da estrutura de incentivos sob as quais as decisões de investimento são tomadas. Assim, uma melhora na qualidade das políticas públicas e o aprimoramento no uso do capital teriam como contrapartida um aumento na produtividade do investimento.

Essa fragilidade também pode ser vista pela inexistência de substituição entre capital e trabalho. Ou seja, a crítica também aponta o fato de que, para o modelo, a proporção dos fatores capital e trabalho na função de produção é inalterável. Tal hipótese, sustentam os críticos não é compatível com as evidências de longo prazo da economia. Na verdade, as evidências apontam que o progresso tecnológico modifica a função de produção, colocando em cheque a hipótese levantada pelo modelo.

1.3 O MODELO SOLOW⁶

A suposição de uma função de produção exibindo coeficientes técnicos de produção flexíveis (ou, em proporções variáveis) levou os economistas a construir um novo tipo de teoria de crescimento. Essa nova teoria, baseada na contribuição seminal de Solow (1957), prevê a hipótese de uma infinidade de processos de produção, cujas funções de produção podem assumir qualquer combinação de capital e mão-de-obra possíveis.

O texto a seguir apresenta algumas das principais proposições do chamado modelo de crescimento de Solow. O objetivo é apresentar a dinâmica de crescimento descrita pelo modelo e destacar suas principais proposições.

De maneira sintética, o modelo mostra como a taxa de poupança, o crescimento populacional e o progresso tecnológico afetam o nível de produção de uma economia, e seu comportamento ao longo do tempo. Para melhor discutirmos o papel dessas variáveis, é oportuno reconstruir esse modelo, detalhando-o através de várias etapas.

1.3.1 O papel da acumulação de capital

Vejamos, inicialmente, como a oferta e demanda de bens determina a acumulação de capital. Isso é necessário porque, no modelo de Solow, o estoque de capital é fator determinante da produção. Nessa apresentação consideramos, numa primeira etapa, que não há crescimento populacional e que a tecnologia é dada.

No modelo de Solow, a oferta pode ser representada por uma função de produção que considera que a produção depende do estoque de capital e da força de trabalho. O modelo tem por pressuposto o fato de que essa função de produção possui rendimentos constantes de escala, o que significa que, se ambos os fatores de produção forem multiplicados por x , a produção resultante também será multiplicada por x .

Se considerarmos que as funções de produção com retornos constantes de escala nos possibilitam analisar todos os valores na economia relativos ao tamanho da força de trabalho – quando dividimos os componentes da função pelo número de trabalhadores - podemos então descrever a função de produção da seguinte maneira:

⁶ A seção a seguir se baseia em Solow (1956), Meade (1961), Shapiro (1981), Mankiw (2008) e Barro (1997)

$$Y/L=F(K/L)$$

Essa equação indica que a quantidade de produção por trabalhador (Y/L) é uma função da quantidade de capital por trabalhador (K/L). Ou seja, a equação aponta a quantidade de produção adicional que um trabalhador produz com o acréscimo de uma unidade adicional de capital. Essa quantidade corresponde à produtividade marginal do capital ($PMgK$). Em termos matemáticos podemos representar a relação entre a produção adicional e o acréscimo de capital da seguinte maneira:

$$PMgK= F [(K/L)+1]-F(K/L)]$$

Acrescente-se, ainda, que a função de produção apresenta uma produtividade marginal decrescente para o capital. Ou seja, quando a quantidade de capital por trabalhador é baixa, uma unidade adicional de capital é bastante proveitosa, resultando em uma grande quantidade de produção adicional. Por outro lado, quando a quantidade de capital por trabalhador é alta, o acréscimo de uma unidade adicional de capital tem reduzido impacto sobre a produção.

Vejamos agora como podemos representar a demanda por bens no modelo de Solow. De acordo com o modelo, a demanda por bens é gerada a partir do consumo e do investimento. Podemos, portanto, considerar que a produção por trabalhador é dividida entre consumo por trabalhador e investimento por trabalhador, de tal maneira que:

$$Y/L=c+i$$

Além disso, podemos também pressupor que os trabalhadores poupam uma parcela de sua renda e consomem a parcela restante. Assim, podemos representar isso através de uma função consumo sob a forma

$$c=(1-s)y,$$

na qual s indica a taxa de poupança (com valor entre zero e um), e y indica a produção por trabalhador (Y/L).

De forma a verificar o que a função consumo implica para o investimento, podemos substituir c por $(1-s)$ na equação que representa a demanda por bens de modo a obtermos

$$i=sy$$

Isso indica que, na condição de equilíbrio do modelo - situação em que a oferta agregada e a demanda agregada se equivalem - o investimento é igual a parcela não consumida da produção, e, portanto, o investimento se equivale a poupança. Ou seja, a taxa de poupança, s , é também a fração da produção direcionada ao investimento.

Definidas a função de produção e a função consumo, que descrevem a economia em qualquer momento no tempo, podemos então afirmar que: (a) dado um nível de estoque de capital, (K/L) , a função de produção, $Y/L=F(K/L)$, determina a quantidade de produção correspondente; e, (b) a taxa de poupança, s , define a distribuição dessa produção entre consumo e investimento

Para efeito do modelo, sendo o estoque de capital um determinante crucial da produção, e considerando que a sua variação ao longo do tempo resulta no crescimento econômico, se torna essencial investigar as forças que o influenciam.

Duas forças exercem influência direta sobre o estoque de capital: o investimento e a depreciação. O investimento diz respeito aos gastos com o acréscimo da capacidade instalada, e resulta em aumento no estoque de capital. A depreciação está relacionada à deterioração do capital em uso, e, por conta disso, implica na redução do estoque de capital.

Conforme já visto, na condição de equilíbrio, o investimento por trabalhador, i , é igual a sy . Ao substituir y pela função de produção, podemos indicar o investimento por trabalhador como uma função do estoque de capital por trabalhador:

$$i=s.F(K/L)$$

o que nos permite visualizar como o estoque de capital, K/L , está relacionado ao acréscimo de novo capital, i .

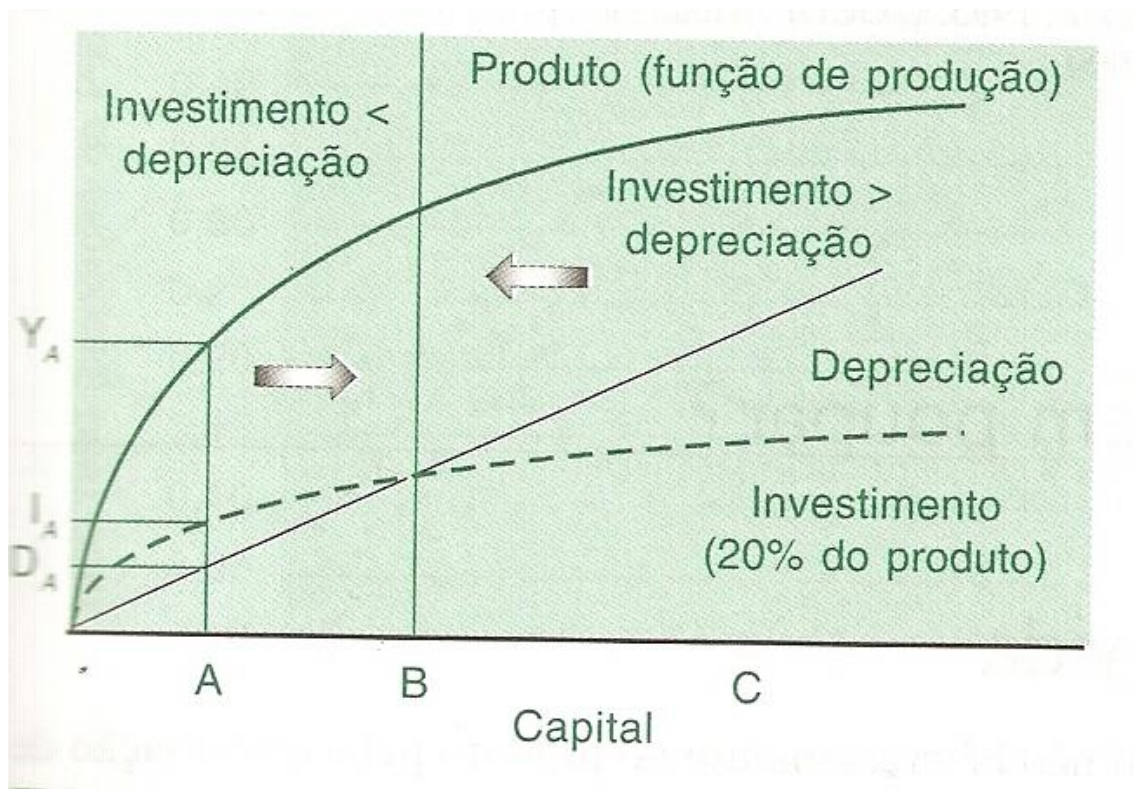
Quanto à depreciação, pressupomos que uma certa parcela δ do capital antigo se desgasta a cada ano. Neste caso, consideramos que o estoque de capital está sujeito a uma dada taxa de desgaste, a qual incide sobre o estoque de capital, reduzindo-o ao longo do tempo.

Sendo assim, podemos indicar que o efeito do investimento e da depreciação sobre o estoque de capital consiste no seguinte:

$$\text{Variação no estoque de capital} = \text{Investimento} - \text{Depreciação}.$$

O **Gráfico 1** abaixo apresenta os termos dessa equação para diferentes níveis de estoque de capital. É fácil perceber que, quanto maior o estoque de capital, maior será o produto e o investimento.

Gráfico 1: A dinâmica do capital e do produto



Como indica o gráfico, há somente um dado nível de estoque de capital, $(K/L)^*$, para o qual o montante de investimento equivale ao montante de depreciação. A economia se encontrando nesse nível de estoque de capital, os valores relativos ao investimento e à depreciação se igualarão, fazendo com que não haja variação no estoque de capital. Reconhecemos esse nível como àquele em que a economia se encontra no **estado estacionário**.

O reconhecimento do estado estacionário é importante por duas razões. Em primeiro lugar, pelo fato de que uma economia no estado estacionário, nele permanecerá. Em segundo lugar, pelo fato de que, uma economia que se encontre num nível de estoque de capital acima ou abaixo do estado estacionário, tenderá a se deslocar para ele.

É fácil verificar essa tendência. Para isso, suponhamos que a economia se encontre num nível de estoque de capital menor do que o do estado estacionário. Nessa situação, como pode ser observado no gráfico, o nível de investimento excede o montante de depreciação, o que faz com que o estoque de capital cresça. Esse aumento no estoque de capital perdurará - assim como o aumento de produção - até se alcançar o estado estacionário, ponto em que o montante de investimento e de depreciação se igualam.

Da maneira análoga, suponhamos que a economia se encontre em um nível de estoque de capital maior do que o do estado estacionário. Neste caso, o montante de depreciação supera o montante de investimento, fazendo com que o estoque de capital retroceda. Esse processo seguirá até o ponto em que o nível de investimento iguale o montante de depreciação, fazendo com que a economia se mantenha no estado estacionário.

Portanto, uma primeira interpretação do modelo permite afirmar que, em vista da tendência ao estado estacionário, a acumulação de capital, por si só, não explica o crescimento econômico sustentável. O modelo indica que o crescimento só persiste enquanto o montante de investimento superar o montante de depreciação. Ou seja, para o modelo de Solow, não havendo crescimento populacional nem progresso tecnológico, o crescimento econômico é um fenômeno temporário. A acumulação de capital, por si só, não assegura crescimento permanente.

1.3.2 A relação entre a poupança e o crescimento

A partir do exposto, está claro que o investimento afeta o estoque de capital, determinando o nível em que ocorrerá o estado estacionário. Considerando a relação entre o

investimento e a poupança, vejamos agora o que ocorre quando há um aumento na taxa de poupança.

Suponhamos, inicialmente, que a economia se encontre no nível de estoque de capital que configure o estado estacionário. Neste caso, podemos considerar que a taxa de poupança da economia implica num dado nível de investimento, o qual, no estado estacionário, equivale à depreciação.

Contudo, se aumentarmos a taxa de poupança, logo a seguir o investimento se elevará, a despeito do estoque de capital e da depreciação se manterem inalterados. Portanto, nesse momento, o investimento excederá a depreciação, o que fará com que o estoque de capital se eleve gradativamente, até que a economia se aproxime de um outro estado estacionário, com um estoque de capital e um nível de produção maiores do que os do estado estacionário anterior.

Isto posto, fica evidente que a taxa de poupança é um determinante fundamental para o estoque de capital e produção do estado estacionário. Se a taxa de poupança for alta, no estado estacionário a economia disporá de um grande estoque de capital e, conseqüentemente, de um elevado nível de produção. Se a taxa de poupança for baixa, a economia não contará com um estoque de capital expressivo e o nível de produção será baixo no estado estacionário.

Apesar de estar claro que o aumento na taxa de poupança, pela via do investimento, impacta o estoque de capital, ainda precisa ser esclarecida a relação entre a taxa de poupança e o crescimento econômico.

O modelo indica que um aumento na taxa de poupança acarreta um crescimento mais rápido. No entanto, o aumento da taxa de poupança também não proporciona crescimento permanente. Um aumento na taxa de poupança provoca um incremento no crescimento, porém somente até que a economia se aproxime de um novo estado estacionário. Se uma alta taxa de poupança for mantida, isso não significa que a economia conseguirá manter um acelerado ritmo de crescimento, mas, tão somente, que irá manter um elevado estoque de capital e um alto nível de produção. Em outras palavras, um aumento na taxa de poupança acarreta uma mudança no nível da renda per capita, mas não na sua taxa de crescimento. Podemos, portanto, afirmar que haverá um aumento de patamar na produção, mas não podemos afirmar que haverá crescimento permanente da produção. Ou seja, a manutenção de uma alta taxa de poupança também não explica, isoladamente, a ocorrência de crescimento sustentável.

1.3.3 O crescimento populacional

Passemos agora a analisar o modelo de Solow considerando a taxa de crescimento populacional positiva. Ou seja, consideremos o impacto do crescimento populacional, juntamente com o investimento e a depreciação, sobre a acumulação de capital.

Parece óbvio que, incorporada a hipótese de crescimento populacional ao modelo, o quociente capital por trabalhador, *ceteris paribus*, deve diminuir. Afinal, nesse caso, trata-se de alocar um dado estoque de capital para um número maior de trabalhadores. Assim, é de se esperar que, no estado estacionário, o investimento deva cobrir não só a depreciação do capital, mas também, proporcionar aos novos trabalhadores o montante de capital correspondente ao do estado estacionário. Portanto, uma vez que a economia alcance o estado estacionário, o investimento deve atender a uma dupla finalidade: substituir o capital que se desgasta, e complementar o montante de capital relativo à entrada de novos trabalhadores.

Sendo assim, podemos indicar que o efeito do investimento, da depreciação e do crescimento populacional sobre o estoque de capital consiste no seguinte:

Varição requerida no estoque de capital para manter o estado estacionário = Investimento – (Depreciação + Crescimento Populacional).

Como decorrência disso, devemos reconhecer que o crescimento populacional nos permite vislumbrar uma explicação para o crescimento sustentável. Isso porque se o número de trabalhadores está aumentando a uma taxa n ($n > 0$) no estado estacionário, o total do capital e o total da produção também devem, necessariamente, estar crescendo a uma taxa n . Portanto, o crescimento populacional deve possibilitar que a economia cresça a taxa n no estado estacionário. Ou seja, no estado estacionário com crescimento populacional, há expansão da produção a uma taxa n , de modo que se mantenha constante o quociente produção por trabalhador. Assim sendo, o crescimento populacional, ainda que não possa explicar o crescimento da renda per capita, pode ajudar a explicar o crescimento sustentável do estoque de capital e do nível de produção.

Considerar a hipótese mais realista do crescimento populacional também permite entender melhor a disparidade de renda entre os países. De acordo com o modelo, dado um aumento no número de trabalhadores, a renda per capita só se manterá constante se houver um

aumento no estoque de capital na mesma proporção. E, para que isso ocorra, é necessário que o investimento também aumente nessa mesma proporção. Visto de outra maneira, uma alta taxa de crescimento da população tende a reduzir a renda per capita, uma vez que é difícil manter um elevado nível de capital por trabalhador quando a economia está recebendo novos trabalhadores em grandes proporções. Isso ajuda a explicar a dificuldade das economias com maiores taxas de crescimento populacional de obter rendas per capita mais altas.

1.3.4 O progresso tecnológico

Até aqui pressupomos que a relação entre os insumos (capital e mão-de-obra) e a produção de bens se manteve inalterada. Entretanto, passemos agora a incorporar ao modelo o progresso tecnológico exógeno, o qual, ao longo do tempo, pode ampliar a capacidade produtiva da economia.

Para incluir o progresso tecnológico ao modelo, devemos considerar uma nova variável: a eficiência da mão-de-obra. O conceito diz respeito aos novos conhecimentos disponíveis sobre os métodos de produção. Um aumento na eficiência de mão-de-obra indica que, à medida que o conhecimento técnico avança, aumenta a quantidade de produção por unidade de mão-de-obra utilizada.

Assim, para efeito da modelagem do progresso tecnológico, na função de produção que descreve o comportamento da oferta consideramos que aumentos na eficiência de mão-de-obra são análogos a aumentos no número de trabalhadores. Dessa forma, dobrar a eficiência da mão-de-obra implica dobrar a capacidade produtiva de cada trabalhador.

Para simplificar o raciocínio, consideremos que o progresso tecnológico faça com que a eficiência cresça a uma taxa constante g a cada período. Isso é o mesmo que considerar que o número de trabalhadores cresce a uma taxa g a cada período. Ou seja, o produto aumenta como se a força de trabalho aumentasse em um adicional correspondente a taxa g considerada. A taxa g é a chamada taxa de progresso tecnológico incrementador da mão-de-obra. Como estamos considerando que o número de trabalhadores está crescendo a uma taxa n e a eficiência de cada unidade de mão-de-obra está crescendo a uma taxa g , podemos afirmar que o número de unidades de eficiência (número de trabalhadores X eficiência da mão-de-obra) está crescendo a uma taxa $n+g$. Para efeito do modelo, chamemos essa variável de trabalhadores efetivos.

Não é difícil perceber que o progresso tecnológico atua no modelo de forma análoga ao crescimento populacional. Ele faz com que cada trabalhador passe a ser capaz de gerar um maior volume de produto por unidade de tempo. É como se cada trabalhador fosse provido de uma maior “quantidade de unidades de mão-de-obra”. Por conseguinte, o progresso tecnológico amplia o potencial produtivo de cada trabalhador.

Vejam agora como podemos descrever o estado estacionário havendo tanto crescimento da força de trabalho como progresso tecnológico. Anteriormente, analisamos a economia em termos de quantidade por trabalhador; agora analisamos a economia em termos de quantidades por unidade de trabalhador efetivo. Neste caso, podemos considerar que o investimento de equilíbrio (aquele que mantém o estado estacionário) é igual à soma da depreciação (δ), da taxa de crescimento populacional (n) e da taxa de progresso tecnológico, g . Ou seja, para manter constante a razão capital por trabalhador efetivo, o investimento deve compensar os seguintes termos: o capital depreciado, o capital para os trabalhadores que passaram a incorporar a força de trabalho e o capital para os novos “trabalhadores efetivos” (gerados pelo progresso tecnológico).

Dado o exposto podemos inferir que, no estado estacionário, sendo constantes tanto o capital por trabalhador efetivo como o produto por trabalhador efetivo, o produto por trabalhador deve estar aumentando a uma taxa g e o produto total deve estar se expandindo a uma taxa $n+g$. Ou seja, uma vez que a economia se encontre no estado estacionário, a taxa de crescimento do produto por trabalhador depende exclusivamente da taxa do progresso tecnológico. Isso indica que o progresso tecnológico pode gerar o crescimento do produto por trabalhador no longo prazo. Assim, somente o progresso tecnológico pode explicar a manutenção persistente de taxas positivas de crescimento na renda per capita. Em outras palavras, com a introdução do progresso tecnológico no modelo podemos explicar o crescimento nos padrões de vida que observamos na realidade.

1.4 A TEORIA DO CRESCIMENTO ENDÓGENO⁷

Como vimos no modelo Solow, o progresso tecnológico é a variável que explica o crescimento persistente nos padrões de vida que se observa nos países. Entretanto, o modelo

⁷ A seção a seguir se baseia em: Romer (1986), Romer (1990), Grossman e Helpman (1991), Snowdown e Vane (2005), Schumpeter (1961) e Mankiw (2008)

trata a mudança tecnológica como uma variável exógena, isto é, não se aponta de onde vem o progresso tecnológico; o avanço da tecnologia desponta como algo pressuposto

Romer (1986) foi, quem apresentou os primeiros trabalhos que tratam o progresso tecnológico de forma endógena, isto é, explicitando as suas fontes. A formulação inicial de Romer explicava o progresso tecnológico como sendo um sub-produto do processo de acumulação de capital. Para Romer (1986), as empresas, ao investirem em capital físico, estariam ampliando o conhecimento (técnico) relativo à operação desse novo capital, e, com isso, estariam fazendo avançar o progresso tecnológico.

Já numa segunda versão do seu modelo, Romer (1990) descreve o processo de mudança tecnológica a partir de uma conceituação neo-schumpeteriana. Nesta segunda versão, Romer adota duas hipóteses propostas por Schumpeter. A primeira é de que a força motriz do crescimento econômico é a mudança tecnológica. A idéia básica é que a inovação, ao propiciar uma melhor combinação de insumos, pode acelerar o ritmo de crescimento econômico, cancelando assim a propriedade de retornos decrescentes do capital. A segunda hipótese considera a acumulação de conhecimento como uma estratégia adotada intencionalmente por empreendedores na busca de lucros extra-normais. Por essa hipótese, considera-se que a tecnologia é um bem que pode ser apropriado privadamente.

Dada a precedência da contribuição de Schumpeter, nos parece relevante registrar os fundamentos que sustentam essas idéias. A primeira formulação de uma teoria do crescimento econômico que tem por base a inovação tecnológica está no livro de Schumpeter, “Teoria do Desenvolvimento Econômico”, inicialmente publicado em 1912. A obra se inicia com a descrição de uma economia hipotética onde inexistente acumulação de capital, um fluxo de produção e consumo se mantém constante e o crescimento econômico é nulo. Assim, o esquema descrito é o de uma economia na qual a existência de um fluxo circular inalterável afastaria a possibilidade de criação de riqueza. Em face desse esquema, a ausência de um processo de acumulação de capitais impediria o crescimento da capacidade produtiva da economia, cancelando qualquer chance de crescimento econômico. Complementando o quadro, o processo produtivo estaria inserido em um ambiente competitivo, de tal maneira que a ocorrência de lucros extraordinários estaria completamente afastada.

Schumpeter (1961) argumenta que o surgimento de inovações no processo produtivo, ao alterar as rotinas produtivas que dominam o ambiente econômico, quebraria essa seqüência repetitiva, possibilitando ao inovador auferir um lucro extra-normal. Para Schumpeter (1961), mudanças tecnológicas decorrentes do processo inovativo, ao reduzirem o custo de produção das empresas inovadoras, propiciariam a criação de uma renda temporária para os inovadores,

se constituindo em um incentivo para novos investimentos. E, ainda, na trilha aberta pelo agente inovador, um séquito de imitadores percorreria o mesmo caminho, fazendo com que a inovação se generalizasse por toda a indústria. A difusão da inovação, por sua vez, tornaria a igualar as condições competitivas, fazendo desaparecer o lucro extra-normal. Assim, para que o processo de crescimento, liderado por investimento em inovação, não se interrompesse, novas combinações de produção precisariam ser introduzidas, de modo a criar novas possibilidades de renda. Por fim, os novos lucros também seriam cancelados, sucumbindo à chegada da concorrência de novos imitadores. Em síntese, a atuação dos empreendedores, em sua perspectiva de novos lucros, promoveria o surgimento de novas combinações dos meios de produção (novas funções de produção), propiciando o impulso dinâmico que move à frente a economia.

Em linha com essa concepção, Romer (1990) rejeita a idéia de avanço tecnológico exógeno do modelo de Solow, propondo uma teoria em que o progresso tecnológico é parte integrante do processo de crescimento, e pode ser explicado a partir da introdução intencional de inovações no processo produtivo.

O modelo pode ser descrito a partir de uma função de produção com o seguinte registro:

$$Y=AK,$$

onde Y representa o produto, K corresponde ao estoque de capital e A representa uma constante que relaciona o montante de produto gerado por cada unidade de capital.

Uma primeira observação relevante é que essa função de produção não apresenta a propriedade de retornos decrescentes do capital, ao contrário do modelo de Solow, para o qual a produtividade marginal do capital, a partir de um dado período, se torna negativa. Assim, uma unidade adicional de capital resulta em A unidades adicionais de produto, não importando o estoque de capital existente. O fato do produto marginal do capital ser constante (ou, até mesmo, crescente) marca uma diferença fundamental entre esse modelo e o de Solow. Essa diferença se deve a um conceito expandido de acumulação de capital, no qual se incluem gastos de pesquisa e desenvolvimento (P&D) e de formação de capital humano. Esses fatores propiciaram ao capital a propriedade de manter, em qualquer escala de utilização, retornos constantes.

O conceito remete à idéia de que um processo do tipo “*learning by doing*” impulsiona a produtividade do trabalho. A noção de que a produtividade aumenta com a experiência, e que essa é função de investimentos acumulados que alteram o ambiente de trabalho, sustenta as premissas de retornos não decrescentes assumidas pelo modelo. Ou seja, as premissas têm por base a idéia de que a experiência no trabalho e o conhecimento gerado a partir do investimento das firmas impactam o aprendizado, e isso aumenta a produtividade do capital (humano). Um transbordamento de experiências e conhecimentos, por sua vez, acaba por alcançar a quase totalidade das empresas, emulando virtualmente todo o processo produtivo. Assim, graças a esse transbordamento, altera-se a produtividade marginal do capital, cancelando-se o efeito de retornos decrescentes para este fator.

Pelo exposto, o modelo considera um conceito de capital que extrapola a visão limitada de capital como bem físico e monetário. O modelo amplia essa visão, incorporando ao conceito uma noção de “capital intangível” que inclui investimentos em conhecimento. A visão ampliada é a de que os conhecimentos adquiridos pelos trabalhadores em uma firma têm característica de bem público, o que possibilita a sua transferência de uma firma à outra, através da contratação de trabalhadores. Com isso, as empresas passam a usufruir de um volume de conhecimento muito maior do que o que elas são capazes de gerar de forma isolada. Esse transbordamento de conhecimento, por seu turno, gera aumento no potencial produtivo das firmas, concorrendo para reverter os ganhos marginais decrescentes do fator capital.

Visto o conceito-chave que dá suporte a nova função de produção, podemos agora verificar como essa função prevê o comportamento do produto. Assim como fizemos no modelo de Solow, pressupomos que é poupada uma parcela s da renda. Sendo assim, podemos descrever a acumulação de capital a partir da seguinte equação:

$$\Delta k = sY - \delta K$$

onde Δk representa a variação no estoque de capital, sY indica a parcela do produto poupada e investida e δK corresponde a depreciação. Mesclando essa equação com a função de produção acima anotada, obtemos:

$$\Delta Y/Y = \Delta K/K = sA - \delta$$

que aponta as variáveis que determinam a taxa de crescimento da produção. Essa equação indica que enquanto $sA > \delta$, haverá crescimento persistente da renda, mesmo sem o pressuposto do progresso técnico exógeno.

Observa-se, neste modelo, que a poupança e o investimento podem proporcionar crescimento sustentado, ao contrário do modelo de Solow, no qual um aumento na poupança gera crescimento apenas temporário. Para o modelo de Solow, o fato de haver retornos decrescentes para o capital conduz a economia para o estado estacionário, no qual o aumento da taxa de crescimento depende unicamente do progresso técnico exógeno. Já para o modelo de crescimento endógeno de Romer, uma vez que existem retornos constantes para o capital, a poupança pode resultar em crescimento sustentado.

Dado o exposto, fica clara a relevância de se discutir o pressuposto dos retornos constantes do capital. Assim, se interpretarmos K na função de produção $Y=AK$ da mesma forma como é feito no modelo de Solow, para o qual K inclui apenas o estoque de capital fixo da economia, então a ocorrência de retornos decrescentes para o capital se torna um pressuposto lógico. No entanto, se ampliarmos o conceito de K , considerando o conhecimento como uma modalidade diferenciada de capital, isso pode afastar a hipótese de retornos decrescentes do capital.

Em vista das características intrínsecas do conhecimento, e sendo ele um insumo crucial no processo produtivo, não é natural pressupor que o conhecimento, em comparação com outras formas de capital, apresente a propriedade de retornos decrescentes. Considerando o ritmo crescente de inovações científicas e tecnológicas historicamente verificáveis, alguns economistas têm argumentado quanto a possibilidade de haver retornos crescentes em relação ao conhecimento. Sendo assim, se considerarmos que o conhecimento é uma modalidade de capital, então o modelo de crescimento endógeno, com seu pressuposto de retornos constantes em relação ao conhecimento, pode ser visto como uma explicação mais plausível para o crescimento econômico sustentável.

1.5 A HIPÓTESE KEYNESIANA DE CRESCIMENTO PUXADO PELA DEMANDA AGREGADA: O MODELO DE KALDOR⁸

⁸ A seção a seguir se baseia em: Kaldor (1988), Thirwall (2005) e Oreiro et al. (2006)

1.5.1 A hipótese de disponibilidade de fatores não-limitada

O modelo de crescimento neoclássico segue a hipótese clássica de que “a oferta cria sua própria procura”. Isso significa que a evolução da demanda agregada não influencia a taxa de crescimento do produto, a qual só encontra limite na disponibilidade dos fatores de produção. Esse limite é resultante de uma função de produção que exhibe retornos decrescentes para qualquer dado fator, considerando-se os demais fatores constantes.

Uma visão alternativa, que explica o crescimento do produto a partir do comportamento da demanda, é sustentada por Kaldor (1998). Diferentemente dos neoclássicos, para quem o crescimento é limitado pela disponibilidade dos meios de produção, Kaldor considera que estes podem variar ao longo do tempo. A premissa básica é de que os meios de produção, por serem bens que são produzidos no interior do processo produtivo, também estão sujeitos ao efeito de variações na demanda. A idéia é que, havendo um aumento na demanda agregada, haverá necessariamente um aumento de oferta agregada, dado que o aumento na demanda agregada implicará em aumento na capacidade produtiva da economia. Neste sentido, o modelo de Kaldor se aproxima do modelo Harrod Domar, seguindo a mesma linha de argumentação. Em particular, a teoria considera que a disponibilidade de fatores pode ser alterada, dependendo, para tanto, da evolução da demanda agregada. A chamada “teoria de crescimento puxada pela demanda” sustenta, portanto, que a disponibilidade dos meios de produção e a demanda por estes bens não podem ser consideradas de forma independente. Mais ainda, em linha com a proposta keynesiana, a teoria propõe um modelo marcado pela proeminência da demanda, uma vez que é o ritmo de crescimento da demanda agregada, mais exatamente, que irá determinar a evolução futura da taxa de crescimento do produto.

De modo a verificarmos a procedência da hipótese de que a disponibilidade de fatores não pode ser considerada como dada, comecemos analisando, inicialmente, a disponibilidade de fatores, ela própria. A capacidade de produção da economia em um dado momento, expressa através do seu estoque de capital fixo, é resultado de decisões de investimento tomadas em um período passado. Sendo assim, não podemos considerar como “natural” um dado nível de estoque de capital fixo. Uma vez que o nível de estoque de capital fixo, em um dado momento, depende do ritmo sob o qual, em um período anterior, os investimentos foram realizados, a hipótese de um nível “natural” de estoque fica comprometida. Portanto, ao contrário dos neoclássicos, aqui se considera que o estoque de capital fixo é uma variável que

depende das decisões de investimento dos empresários, e de como estes reagem à evolução nos níveis de demanda. Sob este ponto de vista, considera-se que o estoque de capital da economia está condicionado pelas decisões de investimento dos empresários.

Sendo a decisão de investir um determinante crucial na evolução do estoque de capital da economia, vejamos que fatores condicionam essa decisão. É fato que, no enfoque keynesiano, o investimento é condicionado por duas ordens de fatores. Em primeiro lugar, pela taxa de retorno esperado do investimento. Neste aspecto cabe ressaltar o papel da taxa de juros básica regulada pelo Banco Central. Essa taxa, ao servir como taxa de desconto para se avaliar o valor presente do retorno do investimento, exerce influência decisiva sobre o cálculo da taxa de retorno esperado. Em segundo lugar, o investimento está condicionado pelas expectativas dos empresários com relação ao comportamento futuro da demanda. Sendo assim, caso os empresários acreditem em um crescimento sustentado da demanda por bens e serviços, eles se decidirão a realizar investimentos visando o aumento de lucros. Os investimentos, por sua vez, se refletirão, inicialmente, em aumento do grau de utilização da capacidade instalada e, em seguida, em aumento da própria capacidade produtiva da economia.

Portanto, as decisões de investir vão ser baseadas na taxa de retorno esperado do investimento, que, descontado o respectivo custo de oportunidade, é função das expectativas dos empresários com relação à demanda. Assim, dada a expectativa de uma alta taxa de retorno, é de se esperar que a realização do investimento tenha por base a demanda esperada, não se limitando a prévia disponibilidade de fatores. Além disso, o investimento, ao se efetivar, “cria” uma disponibilidade adicional desse fator. Daí a premissa de que a disponibilidade de fatores não se constitui em entrave ao crescimento de longo prazo.

Uma primeira objeção à essa argumentação diz respeito às limitações físicas do aparato produtivo. A suposição é de que a resposta da produção ao incentivo representado pela demanda estará limitada pela própria capacidade física de produção da economia. Embora no curto prazo isso possa ocorrer, reconhecem os adeptos da teoria do crescimento puxado pela demanda, no longo prazo, essa restrição pode ser superada pela realização de investimentos em capital fixo que atenderão a demanda futura por bens e serviços. Neste aspecto, prevalece a noção introduzida pelo modelo Harrod Domar de que o investimento cumpre um duplo objetivo: o de demanda incremental e o de capacidade produtiva adicional. No primeiro caso, os novos investimentos se constituirão em demanda incremental; no segundo caso, em adição de capacidade produtiva. Assim, a demanda por investimento, ao

promover o aumento da capacidade produtiva da economia, estará contribuindo para que seja superada a restrição quanto à disponibilidade de fatores.

Outra restrição à hipótese de crescimento irrestrito da capacidade produtiva da economia diz respeito à poupança. A objeção aqui é de que os aumentos nos gastos de investimento, por necessitarem de financiamento para sua concretização, devem necessariamente ser precedidos por um aumento no nível de poupança. O argumento é de que uma poupança prévia seria necessária para financiar a realização de novos investimentos, e de que esta estaria restrita pela fração de renda que a sociedade destina ao consumo. Ou seja, de modo a financiar esse aumento de gastos, a economia haveria de gerar previamente uma poupança em montante equivalente ao financiamento requerido pelo investimento. Nesta visão, portanto, o aumento na disponibilidade de fatores estaria limitado pelo nível de poupança da economia.

Em contraposição a isso, seguindo Keynes, Kaldor (1988) argumenta que o investimento não depende da poupança para sua realização, mas, tão somente, da criação de liquidez por parte do sistema financeiro. Para Kaldor, caso o sistema financeiro se disponha a ofertar crédito em condições favoráveis, os empresários se decidirão pela realização de novos investimentos, dada uma taxa de retorno esperada compensadora. Esses novos investimentos, por sua vez, criarão uma renda agregada “adicional” que, dada a adição, irá propiciar um montante de poupança compatível com o nível de investimento requerido no período anterior. Nesta concepção, o sistema financeiro apenas anteciparia liquidez, substituindo assim a “poupança prévia” necessária ao financiamento de novos investimentos. Nesta perspectiva a poupança aumentada do período seguinte apenas serviria para compor o *funding* das dívidas de curto prazo que os empresários assumiram junto ao sistema financeiro. Em resumo, para a teoria de Kaldor, a inexistência de poupança prévia não seria empecilho à realização de novos investimentos, uma vez que, ela sempre se ajustaria, *ex-post facto*, ao novo nível de investimentos.

Assim, dado que a ausência de poupança prévia não se constitui em obstáculo à realização de novos investimentos, o custo do capital emergiria como um dos principais fatores condicionantes da expansão da capacidade produtiva. Na medida em que os empresários estiverem dispostos a aumentar a capacidade produtiva das suas empresas de acordo com o crescimento da demanda esperada, a comparação entre a taxa de retorno esperada e o custo de oportunidade do capital definiria o seu posicionamento com relação à realização de novos investimentos.

De modo geral, o custo de oportunidade do capital pode ser definido como sendo igual a taxa média de juros que incide sobre os fundos requeridos pelo financiamento de um determinado projeto de investimento. Basicamente, três tipos de fundos podem ser mobilizados: endividamento, lucros em suspenso e emissão de ações. O custo de oportunidade, portanto, será uma média do custo de cada uma dessas fontes de financiamento, ponderada pelo peso relativo de cada uma delas no passivo da empresa. Isso posto, ficam definidas as condições para a expansão do fator capital na teoria de Kaldor.

Um segundo aspecto a considerar no tocante a ampliação da capacidade produtiva da economia se refere à disponibilidade do fator trabalho. Neste particular, Kaldor também não encontra maiores restrições. Segundo ele, o número de horas trabalhadas, respeitados certos limites, pode experimentar considerável variação. Isso porque, de início, as empresas poderiam programar horas extras respondendo a um aumento súbito no nível de demanda. Junto a isso, novos contingentes de mão-de-obra poderiam se engajar na força de trabalho em resposta a um aumento na demanda por trabalho. Havendo um acréscimo no salário pago pelos empresários, como resultado da maior procura por mão-de-obra, ocorreria uma maior demanda por emprego por parte dos trabalhadores, o que resultaria em expansão da força de trabalho. Em outras palavras, um maior número de trabalhadores aceitaria trocar trabalho por salário tendo em vista o aumento do custo de oportunidade do lazer. Com isso, e considerando-se a possibilidade de mobilidade inter-regional e internacional do fator trabalho, se reforça a hipótese de elasticidade deste fator. Portanto, o fator trabalho também não se constituiria em barreira ao crescimento na disponibilidade de fatores.

Por fim, ainda para efeito da disponibilidade de fatores, deve-se também considerar a possibilidade de aceleração endógena no ritmo do progresso tecnológico. A questão aqui se refere ao potencial inovativo da economia e o seu efeito sobre o crescimento de longo-prazo. Uma primeira observação pertinente é a de que o ritmo de introdução de inovações por parte das empresas é fortemente influenciado pelo ritmo de acumulação de capital. Isso é devido ao fato de que as novas máquinas e equipamentos que compõem o estoque de capital da economia incorporam, em larga medida, o “estado da arte” do progresso tecnológico. Isso implica em considerar que uma aceleração na taxa de acumulação de capital – incentivada, por exemplo, por expectativas favoráveis em relação à demanda - teria como contrapartida um maior ritmo de progresso tecnológico e, portanto, uma maior produtividade dos fatores. Note-se, neste aspecto, a semelhança com os modelos de crescimento endógeno, especificamente no que se refere ao efeito do progresso tecnológico sobre a produtividade do fator trabalho.

Uma segunda observação que reforça a idéia de aceleração do progresso tecnológico é a que aponta para a presença da tecnologia sem o suporte do capital físico. Nesta perspectiva considera-se que uma parcela do progresso tecnológico não estaria diretamente relacionada à acumulação de capital, mas seria gerada por processos do tipo “*learnig by doing*” e “transbordamento de conhecimentos”, os quais, por sua vez resultariam em “economias dinâmicas de escala”. Como efeito dessas economias dinâmicas, resultado da ação da tecnologia “desincorpada”, o ritmo de progresso tecnológico também se expandiria, conduzindo assim a um aumento na produtividade do trabalho.

Em resumo, não se poderia argumentar que os fatores de produção exibem uma inflexibilidade de oferta. Como visto, na perspectiva de Kaldor o conceito neoclássico de disponibilidade limitada dos fatores é essencialmente um conceito aplicável a um caso particular de crescimento do produto, isto é, ao crescimento no curto-prazo. No caso mais geral – o de crescimento econômico de longo-prazo – a oferta de fatores não esbarraria nas restrições supostas pelos neoclássicos, mas estaria condicionada apenas pelo crescimento da demanda.

1.5.2 Os condicionantes de longo prazo do crescimento puxado pela demanda

Dado que a disponibilidade de fatores não pode ser apresentada como condição restritiva ao crescimento econômico no longo prazo, caberia aqui se indagar sobre os efetivos condicionantes do crescimento do produto no longo prazo. Como decorrência dos argumentos acima apresentados, dois fatores podem ser apontados como principais condicionantes do crescimento no longo prazo: o comportamento da demanda agregada e as condições relativas ao financiamento do investimento.

Sendo a demanda agregada o principal determinante da produção, é justificável apontar o seu comportamento como um elemento crucial do processo de crescimento econômico. Por exemplo, caso haja uma tendência de aumento na demanda, os empresários reagirão a isso aumentando a produção e ampliando a capacidade de produção das empresas. No entanto, para que tal movimento ocorra, duas condições devem prevalecer. Em primeiro lugar, a margem de lucro deve ser suficientemente alta para garantir a taxa de retorno esperada do investimento. Em segundo lugar, a taxa de lucro *efetiva* deve superar o custo de oportunidade do capital. Atendidas essas duas condições, a taxa de crescimento do produto *efetivo* será então determinada unicamente pela taxa de crescimento da demanda agregada

autônoma, isto é, por aquela parcela da demanda agregada que, em grande parte, não está vinculada à variação prévia da renda.

Por definição, em uma economia aberta, a demanda por exportações e os gastos do governo se constituem nos dois principais componentes da demanda agregada *autônoma*, no sentido de que nenhuma das duas variáveis depende diretamente ou indiretamente da renda doméstica corrente. A primeira, por definição, depende de fatores externos⁹, e a segunda depende de decisões governamentais¹⁰. Já o investimento, sendo ele uma variável vinculada às decisões empresariais, não pode ser considerado como um elemento *independente*, do ponto de vista dos aspectos domésticos do crescimento. Dessa perspectiva, uma vez que o investimento depende das expectativas dos empresários com relação ao comportamento futuro da demanda, devemos considerá-lo como uma variável *endógena*¹¹. Nesse sentido, a “autonomia” do investimento deveria ser relativizada, sendo este considerado “a parte” daquela parcela da demanda considerada *autônoma*. Desse modo, a taxa de crescimento das exportações e a taxa de expansão do gasto governamental, conjuntamente, darão a medida do crescimento de longo prazo do nível de renda (e produto) da economia, devendo ser consideradas, portanto, como as principais determinantes do crescimento do PIB.

As possíveis conjecturas a respeito da evolução da taxa de crescimento do produto estarão relacionadas, portanto, ao comportamento das exportações e a evolução dos gastos governamentais. Assim, em termos da dinâmica de crescimento econômico de longo-prazo, seria possível se especular da seguinte forma: caso a taxa de crescimento das exportações seja maior do que a taxa de crescimento dos gastos do governo, então a taxa de crescimento do produto estará abaixo da taxa de crescimento das exportações. Isso significa que, dada uma elasticidade-renda das importações igual a um, a taxa de crescimento das exportações será maior do que a taxa de crescimento das importações, o que implicará na geração de superávits comerciais crescentes.

Por outro lado, caso o ritmo de crescimento das exportações não alcance a taxa de crescimento dos gastos governamentais, então o produto crescerá a uma taxa menor do que a taxa de crescimento dos gastos governamentais. Nesse caso, considerando-se constante a razão entre a receita governamental e o PIB, o governo acumulará crescentes déficits fiscais.

⁹ As exportações são o único verdadeiro componente da demanda autônoma, no sentido de a demanda provir de fora do sistema (Thirwall, 2005)

¹⁰ No caso dos gastos do governo, a hipótese de autonomia não se sustenta caso a política fiscal do governo esteja comprometida com algum tipo de restrição orçamentária ou creditícia.

¹¹ Não se refuta, com isso, a autonomia do investimento, mas, tão somente, o fato de que ele está vinculado, fundamentalmente, a condições endógenas do sistema econômico.

Portanto, para haver crescimento econômico sustentado e equilibrado (sem desajustes fiscais e sem desajustes comerciais) a taxa de expansão dos gastos governamentais deverá ser igual a taxa de crescimento das exportações. Sendo a taxa de crescimento das exportações definida como o resultado do produto entre a elasticidade-renda da demanda por exportações e a taxa de crescimento da renda dos países importadores, podemos concluir afinal que, para que haja crescimento econômico de longo prazo, será necessário que o crescimento dos gastos do governo seja equivalente ao resultado do produto entre elasticidade-renda da demanda por exportações e a taxa de crescimento da renda dos países importadores.

1.6 O DEBATE SOBRE A CONVERGÊNCIA

Como visto no modelo de Solow, a acumulação de capital, no longo prazo, conduziria as economias a um estado estacionário no qual não haveria crescimento da renda per capita. Assim, pode-se supor que os países ricos, por disporem de elevado estoque de capital, se defrontam com uma elevada relação capital-produto, o que teria por consequência uma produtividade marginal decrescente do fator capital. Com isso, as taxas de crescimento do produto tenderiam a ser reduzidas. Em contraste, os países pobres, por força de um baixo estoque de capital, teriam uma alta produtividade marginal deste fator, o que lhes proporcionaria potencialmente uma maior taxa de crescimento econômico. Com isso, dada a possibilidade de mobilidade de capitais, haveria uma tendência natural à convergência.

No entanto, as evidências apontam em outro sentido. A experiência histórica não corrobora a hipótese neoclássica de redução da produtividade do capital nos países ricos. A liderança econômica dos EUA no século XXI, após mais de um século de dianteira, seria evidência de que não haveria queda na produtividade do capital. Com isso, e à vista do que se verifica contemporaneamente, Sachs e Warner (1995) sustentam que a tendência à convergência de taxas de crescimento entre países ricos e pobres não estaria ocorrendo. Portanto, seria mais adequado se apontar a existência de um “clube da convergência”¹², constituído por países e regiões que usufruem de um elevado nível de capital humano e de instituições mais qualificadas, para se considerar a ocorrência de crescimento convergente.

A suposição de que a convergência só ocorre entre países que desfrutam de condições sócio-culturais mais ou menos próximas remete à discussão travada na seção 2, sobre os

¹² O termo é de Snowdown e Vane (2005)

condicionantes mais gerais do crescimento econômico. Isto porque a existência de “clubes” implicaria reconhecer a precedência das abordagens históricas face à análise do crescimento econômico. Havendo convergência somente entre os países que usufruem de condições similares, seria necessário, cada vez mais, incorporar fatores “não-econômicos” à análise dos processos de crescimento econômico. Assim, subtrair as condições histórico-institucionais da análise do crescimento acarretaria afastar fatores que poderiam estar na origem deste processo, o que dificultaria o entendimento do mesmo.

A discussão sobre as possibilidades de aproximação, em termos de renda per capita, dos países do Terceiro Mundo em relação aos países ricos é um marco importante nos trabalhos de Gerschenkron (1962). Este autor via na transferência de tecnologia uma possibilidade adicional para os países pobres se aproveitarem dos esforços pioneiros, e mais onerosos, dos países ricos de modo a alcançarem, a custos reduzidos, e mais rapidamente, o mesmo grau de desenvolvimento alcançado por estes últimos.

Já para D. Hume ver Elmslie e Criss (1999), a convergência entre ricos e pobres seria decorrência natural da desaceleração do crescimento nos países ricos, e não da aceleração no crescimento dos países pobres. Portanto, a convergência seria resultado de um processo de declínio endógeno desses países, o que os colocaria em marcha reduzida em termos de taxa de crescimento econômico. Evidência disso é a trajetória de ascensão e queda que marca a história dos impérios.

Oswlad e Tucker ver Elmslie e Criss (1999), por sua vez, refutam a tese de Hume, a partir de uma visão de crescimento endógeno, apontando para a existência de retornos crescentes (ou ao menos não-decrescentes) derivados das atividades científicas e tecnológicas. Para os autores, a promoção destas atividades nos países ricos teria por resultado uma elevação na produtividade do fator capital, afastando a propriedade de retornos decrescentes.

Em vista de evidências contraditórias quanto à convergência, Barro (1991) propõe uma graduação do fenômeno para melhor caracterizá-lo. Para ele, a melhor interpretação do modelo Solow é de que uma convergência *incondicional* só ocorreria se os países ostentassem idênticas variáveis de crescimento, isto é, taxa de poupança, taxa de crescimento populacional e acesso ilimitado à tecnologia. Sob esta condição, o peso relativo do estoque de capital de cada economia faria prevalecer taxas diferenciadas de crescimento econômico, possibilitando aos países pobres, durante o período de transição para o estado estacionário de equilíbrio, exibir taxas de crescimento mais altas do que os países ricos.

Porém, é fato que as evidências não registram esta igualdade de condições. Observa-se, muito mais, que tais condições prevalecem entre grupos de países relativamente

homogêneos, que ostentam características similares, como os da OCDE e os EUA. Na verdade, o padrão observado é a diversidade de condições em termos de taxas de poupança, crescimento populacional e progresso tecnológico. Portanto, seria mais apropriado se considerar a propriedade de convergência do modelo Solow como *condicional*. Isso significa dizer que cada país seguiria o curso de uma trajetória que o conduziria ao seu respectivo estado estacionário. Sendo assim, a convergência deveria ser relativizada, não se constituindo necessariamente em fenômeno inexorável na trajetória de crescimento dos países.

Enquanto o modelo Solow abre espaço à possibilidade de convergência condicional, uma hipótese alternativa de “*catch up*” enfatiza o gap tecnológico entre economias que se encontram atrasadas em termos de desenvolvimento tecnológico e economias consideradas avançadas, segundo este mesmo padrão (GERSCHENKRON, 1962). Porquanto no modelo de Solow o principal mecanismo que conduz às diferentes taxas de crescimento é a taxa de acumulação de capital, no modelo de *catch up* é o potencial dos países de baixa renda per capita de adotar a tecnologia dos países avançados que determina o potencial dos primeiros de crescer mais rapidamente do que os últimos. Em outras palavras, a possibilidade de absorção de novas tecnologias por parte dos países pobres representaria para estes uma oportunidade adicional de acelerar o crescimento econômico. Dado o alto custo que envolve a produção de novas tecnologias, a possibilidade dos países atrasados de acessar novas tecnologias, sem incorrer em altos custos (ou de financiá-los?), é o que possibilitaria esta oportunidade adicional.

Apesar dessa possibilidade, obstáculos com relação à absorção de novas tecnologias poderiam dificultar a obtenção daqueles ganhos. Por exemplo, barreiras protecionistas poderiam ser impeditivas da adoção de novas tecnologias. Neste sentido, Parente e Prescott (2000) enfatizam o papel de grupos domésticos potencialmente afetados por mudanças decorrentes do uso de novas tecnologias. Para estes autores, as economias com um maior grau de abertura externa convergiram mais rapidamente do que as economias mais fechadas, em função de maior facilidade em absorver tecnologias geradas externamente. Assim, a atuação de grupos locais contrários à abertura comercial seria o principal fator responsável pelo atraso econômico dos países pobres.

Por fim, cabe ressaltar a importância dos investimentos em educação e saúde com relação à absorção de novas tecnologias. Do ponto de vista da absorção de novas tecnologias, educação e saúde desempenham um papel estratégico. No tocante à educação, em primeiro lugar, o que se pode ressaltar é que o aumento do grau de escolaridade da força de trabalho de um país, ao possibilitar a formação de uma massa crítica de técnicos e engenheiros,

desempenha um papel crucial na absorção de novas tecnologias. A idéia é de que tanto maior será a taxa de absorção de novas tecnologias quanto maior for o grau de escolaridade da população. Assim, quanto maior for a escolaridade média da força de trabalho, medida em anos de estudo, tanto mais eficazes serão os resultados dos esforços na aquisição e utilização de novas técnicas. Dito de outra forma, uma força de trabalho despreparada e pouco qualificada terá menores chances de êxito em assimilar os novos conhecimentos e técnicas gerados pela maior disponibilidade de novas tecnologias. Em suma, mais educação e mais saúde podem se traduzir em aumento de produtividade de capital humano.

1.7 A ESCOLHA DO REFERENCIAL TEÓRICO

As proposições dos quatro modelos teóricos aqui discutidos – Harrod Domar, Solow, Crescimento Endógeno e Kaldor - apontam diferentes implicações quanto à influência da política macroeconômica sobre o crescimento econômico. O texto a seguir discute as implicações de cada um desses modelos no que diz respeito à condução daquela política e os efeitos esperados sobre o crescimento econômico.

Inicialmente deve-se indagar, à luz dos modelos apresentados, se a política macroeconômica de curto prazo pode exercer influência sobre o crescimento econômico de longo prazo. Dos quatro modelos pesquisados, o modelo de Solow é o único que resiste a essa hipótese. Como a proposição básica do modelo é a de que o crescimento econômico é função do aumento da produtividade, aquela influência, se existente, seria tênue e irregular. Dado que a produtividade decorre do progresso técnico – variável central do modelo e fator propulsor da produtividade –, e dado que os determinantes do progresso técnico não estão incorporados ao modelo, o modelo não poderia prever o crescimento sustentável. Assim, para a teoria, o progresso técnico, por não sofrer impacto direto de qualquer variável do modelo, não poderia ser influenciado pela política macroeconômica.

Por outro lado, poder-se-ia argumentar que, dado que a taxa de poupança, neste modelo, define o *nível* em que se dará o **estado estacionário** – aquele em que o investimento corresponde à depreciação – a política macroeconômica, ao exercer influência positiva sobre a taxa de poupança, poderia favorecer a economia a alcançar um novo estado estacionário, com um estoque de capital e um nível de produção maiores do que os do estado estacionário anterior. Entretanto, vista sob a perspectiva do modelo, a condução de uma política macroeconômica ativa poderia, na prática, influenciar negativamente o crescimento. Isso

porque, esta política poderia interferir no livre jogo das forças de mercado, restringindo uma melhor alocação de recursos – restrição que, por sua vez, teria como decorrência natural uma menor eficiência do conjunto da economia, prejudicando o crescimento econômico.

Segue daí que o modelo não deriva implicações quanto às relações específicas entre a taxa de juros, o regime cambial e as condições fiscais. Por exemplo, os efeitos de incerteza sobre as decisões privadas de gasto, as políticas discricionárias dos Bancos Centrais e as diferentes opções de política fiscal do governo não são levados em conta. Em suma, do ponto de vista do modelo de Solow, uma política macroeconômica ativa não implicaria na promoção de crescimento econômico sustentado.

O modelo de crescimento endógeno de Romer também aponta o progresso técnico como variável central, mas considera que este responde ao próprio crescimento do produto, e, especialmente, ao crescimento do investimento. O modelo valoriza instituições e aspectos culturais, atribuindo ao sistema educacional importância decisiva no incremento da produtividade do capital humano. Ao considerar que o conhecimento é uma modalidade de capital, o modelo, com seu pressuposto de aumento contínuo da produtividade, incorpora a possibilidade de retornos constantes em relação ao conhecimento. Por conta disso, o modelo aponta a relevância das políticas voltadas para a área de pesquisa e desenvolvimento, colocando em primeiro plano o investimento em ciência e tecnologia. Seria este tipo de investimento que, prioritariamente, faria avançar o progresso técnico, afetando diretamente a produtividade do capital humano e proporcionando crescimento sustentado.

No que se refere à política macroeconômica, do ponto de vista do modelo, considera-se que, havendo estímulo desta ao crescimento da demanda agregada, haverá aumento no grau de utilização da capacidade instalada da economia, o que aumentará a depreciação do estoque de capital existente. Sendo assim, pode-se considerar que aquela política, se efêmera, atuará negativamente sobre a variação do produto, por acelerar a depreciação do estoque de capital da economia.

No entanto, deve-se considerar que, dado que $\Delta Y/Y = \Delta K/K = sA - \delta$, a trajetória do produto também irá depender do aumento da taxa de investimento¹³, que, por sua vez, também pode sofrer influência direta da política macroeconômica. Isto porque, caso uma política de estímulo ao crescimento da demanda agregada se prolongue, aumentará o grau de utilização da capacidade instalada, o qual, combinado com uma expectativa favorável dos empresários com relação ao comportamento da demanda futura, pode acarretar aumento do

¹³ No caso, interpretando-se s não como taxa de poupança, mas como I/Y .

investimento. Assim, por essa via, a política macroeconômica, pode resultar em aumento do produto. Em suma, a partir do modelo de Romer, somente uma política de estímulo prolongado poderia superar a restrição representada pelo aumento da depreciação e induzir ao crescimento do produto.

Já no modelo Harrod Domar e no modelo de Kaldor, sendo a demanda agregada a variável que determina a dinâmica de crescimento econômico, há relação indireta entre a política macroeconômica (de curto prazo) e o crescimento econômico de longo prazo. Por esta interpretação, isso ocorre porque a política macroeconômica pode afetar a demanda agregada e, com isso, impactar o produto no curto prazo. A noção aqui é de que esse impacto sobre o nível de curto prazo do produto pode exercer um efeito positivo sobre as expectativas de demanda futura, induzindo a um aumento de investimento.

Por esta perspectiva, podemos inferir que o investimento desempenharia um papel duplamente estratégico: além de contribuir para o crescimento da capacidade instalada, o investimento também poderia promover aumento de produtividade. Caso o investimento, ou parte dele, se efetivasse através da aquisição de bens de capital que incorporem novas tecnologias, seria de se esperar que ocorressem aumentos de produtividade. Estes ocorrendo, o resultado esperado seria um aumento de competitividade externa do país, implicando em novo aumento de demanda efetiva. Nessa abordagem, caso a pressão de demanda derivada dos efeitos da PMCP persista, haverá ocupação de capacidade instalada das empresas, gerando expectativas favoráveis com relação à demanda futura. O desdobramento provável deste quadro é a realização de novos investimentos, os quais, por sua vez, implicarão em novo aumento de capacidade produtiva. O saldo final, dado o novo nível de demanda agregada, será o aumento de produto no longo prazo.

Em resumo, aumentos de produtividade derivados de investimentos, ao propiciarem melhora na competitividade externa, se traduzirão em aumento de exportações, o que implicará em maior crescimento do PIB. A partir dessas considerações, pode-se inferir que a PMCP estará favorecendo, ainda que indiretamente, o crescimento do produto no longo prazo.

Além do investimento, a política cambial também poderia favorecer um aumento de competitividade do país no comércio internacional - dado o barateamento relativo dos produtos nacionais em relação aos produtos dos demais países - impulsionando o aumento da oferta de produtos fabricados no próprio país. Além disso, a redução da taxa de juros, e sua manutenção em patamares reduzidos, poderia induzir a redução no custo do investimento, também contribuindo para o avanço do investimento, o que se traduziria, mais tarde, em expansão da oferta agregada. Por fim, uma política fiscal expansionista também se encaixa em

um contexto de aumento do produto agregado, uma vez que o aumento do investimento público tem impacto direto sobre a expansão da capacidade produtiva do país.

Do ponto de vista do modelo de Kaldor, a ênfase no papel da demanda por exportações faz com que a definição da política macroeconômica, especialmente a política cambial, seja crucial. Isso porque, a escolha de um regime macroeconômico que mantenha a moeda nacional desvalorizada barateia o produto nacional no exterior, o que incentiva as exportações e favorece a inserção comercial externa do país. Tal regime permite custear as importações, aumentar a escala de produção de setores voltados à exportação, expandir o emprego e superar eventuais gargalos na disponibilidade de fatores. Isso significa que as exportações têm não só um efeito direto na demanda, mas também um efeito indireto, por permitir que todos os outros componentes da demanda cresçam mais depressa do que ocorreria em outra situação (THIRWALL, 2005).

Por outro lado, a condução de uma política macroeconômica que favoreça uma persistente sobrevalorização da moeda nacional em relação à moeda internacional de troca tende a induzir decisões sobre investimentos e empréstimos que sistematicamente favorecem a escolha de opções baseadas no padrão monetário internacional. Ou seja, investidores e empresários optarão por se financiar em moeda outra que não a moeda nacional.

Isso tem por consequência um aumento das importações, um desincentivo às exportações e um estímulo ao crescimento do endividamento externo. O resultado é o surgimento de gargalos no processo de crescimento, seja pela restrição às importações, seja pelo cerceamento da própria demanda.

À luz das proposições dos modelos discutidos, e a vista das suas implicações, este trabalho, ao se propor a investigar a influência da política macroeconômica sobre o crescimento econômico dos países, se defrontou com a afinidade entre essa proposta e dois dos modelos expostos. As premissas teóricas do modelo de crescimento liderado pela demanda, de Kaldor - de que as exportações e os gastos do governo condicionam a demanda agregada e, por essa via, o crescimento econômico -, e os resultados do modelo Harrod-Domar, - que enfatizam o papel do investimento na dinâmica de crescimento econômico -, nos permite considerar que uma PMCP adequada desempenha papel decisivo no processo de crescimento econômico de longo prazo. A idéia é de a PMCP, ao incentivar o crescimento dos componentes da demanda apontados por Kaldor como “autônomos” - a demanda de exportações e o investimento público - induzirá um aumento no investimento, resultando em crescimento do produto. Para assim considerar a PMCP, o texto estará fazendo uso de um modelo híbrido, combinando elementos do modelo de Kaldor, como o papel da demanda

autônoma, e elementos do modelo Harrod-Domar, como a ênfase no papel do investimento na dinâmica de crescimento do produto.

Por fim, a proximidade entre a dinâmica de crescimento descrita pelos dois modelos de inspiração keynesiana e a dinâmica de crescimento experimentada pelos países asiáticos de alto dinamismo econômico reforçam a suposição de que estes dois modelos podem servir como referenciais teóricos apropriados para empreender aquela investigação. As previsões decorrentes do uso desses dois modelos confrontadas com as evidências empíricas fornecidas por Malásia e Vietnã apontam nessa direção.

CAPÍTULO 2: A POLÍTICA MACROECONÔMICA DO VIETNÃ

INTRODUÇÃO

Nos últimos vinte e cinco anos (1981-2006) a economia do Vietnã cresceu a uma taxa média de 6,5%, superando o desempenho dos chamados Tigres Asiáticos. Esse desempenho é tanto mais impressionante quando se sabe que o Vietnã é um país que enfrentou, há pouco mais de trinta anos, uma guerra que teve como oponente os EUA, e atravessou, na década de 1980, uma fase de alta inflação. Este capítulo analisa a evolução da economia vietnamita no período 1981-2006, destacando dois aspectos: as reformas introduzidas pelo governo com vistas à substituição de um sistema de planificação centralizado por um sistema baseado em regras de mercado; e o papel da política macroeconômica diante do contexto de rápido crescimento econômico.

O capítulo se divide em duas partes, além desta introdução. A primeira parte focaliza o novo ambiente institucional surgido a partir da realização das reformas. Ela descreve as principais transformações introduzidas pelo governo no intuito de promover a desregulamentação de uma economia centralmente planificada. A ênfase recai sobre as reformas implementadas em cinco áreas-chaves: o setor agrícola, o setor estatal, o setor financeiro, o comércio exterior e o regime tributário e fiscal. A segunda parte analisa a política macroeconômica adotada pelo governo vietnamita, enfatizando os ganhos em termos de crescimento do PIB.

Passados mais de vinte anos do início das reformas, a economia vietnamita apresenta um quadro que combina acelerado crescimento econômico e inflação sob relativo controle. A partir de um amplo conjunto de reformas e mudanças, o Vietnã superou um processo inflacionário que alcançava taxas de três dígitos e preparou o terreno para colocar a economia em rota de crescimento sustentável. Nesse período, o país registrou, de forma ininterrupta, taxas positivas de crescimento econômico, se posicionando entre as dez economias mais dinâmicas do mundo. Frente a esse resultado, a política macroeconômica desempenhou um papel relevante. Uma política monetária flexível; uma política cambial defensiva, sobretudo em momentos de crise, e uma política fiscal responsável se constituíram em fatores cruciais na composição de um cenário que combinou baixa inflação e alto crescimento econômico. A análise da evolução dessa política pode auxiliar na compreensão acerca dos condicionantes macroeconômicos do crescimento. É disso que trata este capítulo.

2.1 DA ECONOMIA PLANIFICADA À ECONOMIA DE MERCADO

A partir de 1986, o governo do Vietnã, seguindo o exemplo chinês, deu início à execução de uma ampla reforma econômica conhecida como Doi Moi (política de renovação). Esta teve como ponto de partida as decisões do 6º Congresso do Partido Comunista do Vietnã, que estabeleceu como principal objetivo de política econômica a transição de um sistema de centralismo econômico para uma economia baseada em regras de mercado. Durante os anos seguintes, uma política de reformas - que alterou o sistema de propriedade, as empresas estatais, o comércio externo, o setor financeiro e a política fiscal - foi implementada. As próximas cinco seções apresentam uma descrição histórico-analítica desse processo.

2.1.1 A reforma do setor agrícola

De início, cabe justificar o motivo de se destacar, para efeito de análise, as transformações operadas no setor agrícola. Isso é devido ao fato do setor representar, no início da década de 1980, cerca de 40% do PIB vietnamita e de empregar mais de 60% da força de trabalho do país (BM, 1989). Visto isso, fica clara a importância de se examinar as mudanças ocorridas neste setor.

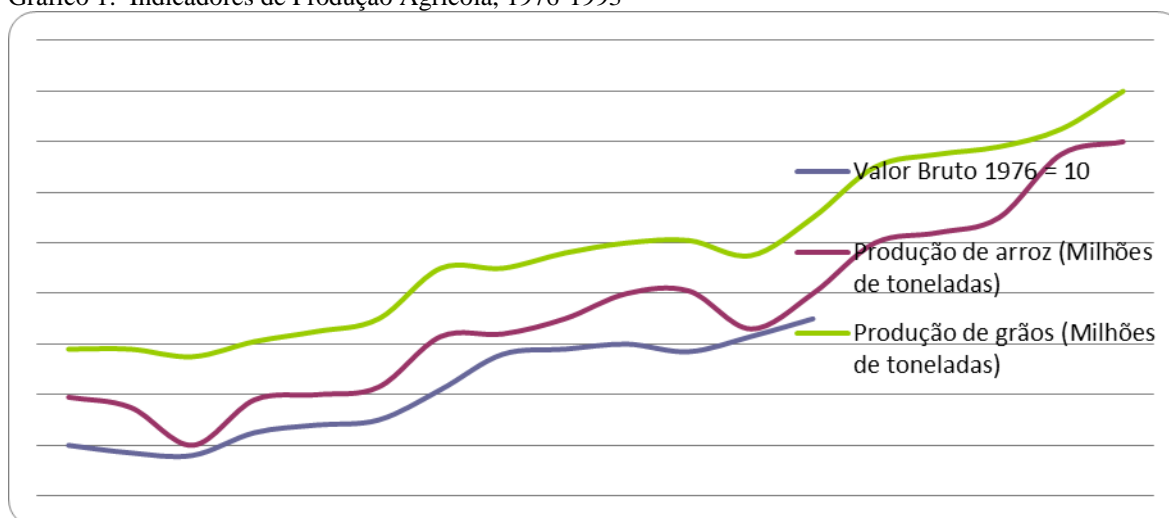
As mudanças operadas no setor agrícola tiveram início em 1981, a partir da autorização dada pelo governo para que cooperativas rurais vietnamitas negociassem parte de sua produção fora do chamado “sistema de cotas compulsórias”. Até então as cooperativas eram obrigadas a vender toda sua produção ao Estado, a preços estipulados pelo governo. Em 1981, o governo permitiu que as cooperativas passassem a comercializar no mercado de preços livres toda a parcela da produção que excedesse a cota governamental. Ao mesmo tempo em que flexibilizava o sistema de cotas, o governo aceitava negociar com as cooperativas agrícolas o preço pago pelos produtos que eram adquiridos pelo Estado. A adoção dessa medida representaria um ponto de inflexão na política econômica então adotada, de planejamento centralizado e de controle de preços, com o governo apostando na descentralização das decisões de preços e nos incentivos proporcionados pelo mercado. A mudança no sistema de organização da produção coincidiria com um aumento substancial na oferta agrícola nos anos seguintes (MCCARTY; BURKE, 2008, p.6).

A política para o setor agrícola era então motivo de um embate político entre diferentes correntes do Partido Comunista do Vietnã. Enquanto uma ala conservadora do partido buscava integrar o Sul do país (a área do delta do Rio Mekong) ao sistema de coletivização da produção, então já bastante arraigado no Norte, uma ala liberal procurava novas alternativas, refletindo a resistência sulista a esse movimento (VO NHAM TRI, 1990, p. 132).

A despeito do efêmero êxito da ala reformista, que conseguiu implantar as medidas acima citadas, o aumento da produção agrícola no período 1981-1982 serviu de pretexto para uma revisão do movimento liberalizante no ano seguinte (VO NHAM TRI, 1990, p. 133). Essa revisão imposta pelos conservadores do Partido Comunista é emblemática de um movimento oscilatório que caracterizou a condução da política econômica vietnamita na primeira metade da década de 1980: enquanto, não raro, os períodos de estagnação da atividade agrícola (ver **Gráfico 2**) eram seguidos por medidas de liberalização, as fases de recuperação da economia eram seguidas por novas tentativas de planificação. Para o regime comunista vietnamita, a liberalização econômica era vista como uma concessão estratégica, a ser feita em tempos de crise, para ser revertida tão logo que possível (MCCARTY; BURKE, 2008, p.7)

Em 1982, o 5º Congresso do Partido Comunista retomou as tentativas de recentralizar a economia do país. A proposta de coletivizar as unidades agrícolas autônomas do Rio Mekong foi reeditada e medidas contra as pequenas empresas privadas, principalmente as localizadas na cidade de Ho Chi Min (antiga Saigon), foram adotadas. A insegurança gerada por essas medidas, em particular a tentativa de coletivizar as unidades agrícolas do Sul do país e o aprofundamento do centralismo econômico, teria como resultado a estagnação da produção agrícola no período 1982-1985 (IRVIN, 1994, p. 25)

Gráfico 1. Indicadores de Produção Agrícola, 1976-1993



Fonte: Mccarty e Burke (2008, p. 7)

Uma nova tentativa de impulsionar a economia foi feita, em 1985, quando um novo pacote de reformas foi implementado pelo governo – o “Ajuste de Preços, Salários e Moeda”. O objetivo era incentivar a agricultura, através da melhora nas condições de comercialização da produção. A principal medida adotada foi aumentar o escopo de produtos abrangidos pela liberalização de preços e reformular a política de preços oficiais. A revisão da política de preços foi efetuada, uma vez que os preços (de compra) praticados pelo governo se encontravam novamente em níveis muito inferiores àqueles praticados pelo mercado. (HUNG, 1999, p. 6).

Apesar do incentivo inicial representado pela liberalização de preços, o setor agrícola foi fortemente afetado pelo processo hiperinflacionário que se seguiu à implantação do plano. O pacote extinguiu o sistema de racionamento de bens e, concomitantemente, aumentou a monetização da economia. Como problema adicional, o pacote resultou em perda de confiança na moeda nacional, perda essa decorrente de uma reforma monetária que confiscou parte da poupança da população. Removido o sistema de racionamento de produtos – uma das medidas adotadas com a reforma -, o forte aumento da demanda que se seguiu a implantação do pacote colocou uma pressão sem precedentes sobre os preços. Como resultado disso, os preços no atacado, que haviam permanecido estáveis por vinte anos, subiram cerca de dez vezes nos dois anos que se seguiram à implantação do pacote. Devido à escalada de preços, a produção do setor agrícola - que ainda tinha os preços parcialmente controlados pelo governo – sofreu forte contração. Nos dois anos seguintes a produção agrícola sofreria uma queda acumulada de cerca de 2% (BM, 1994, p. 112)

Durante o período de alta inflação (1986-88) que se seguiu a decretação do pacote, o setor agrícola esteve fortemente afetado pela especulação que se instalou no mercado de produtos. Essa especulação prejudicou o financiamento do setor - plantio, cultivo, colheita e comercialização formam um ciclo produtivo relativamente longo -, resultando em forte rigidez de oferta. Isso impactou diretamente a oferta de alimentos, agravando a escassez de produtos. Além disso, a inflação erodiu os preços nominais dos contratos de arroz – principal alimento da dieta vietnamita – ajudando a derrubar ainda mais a produção (HUNG, 1999, p. 7).

Em 1986, o 6º Congresso do Partido Comunista do Vietnã - visto como o divisor de águas da fase de planificação para a fase de economia de mercado - estabeleceu as bases para uma profunda mudança na estrutura fundiária vietnamita. Ao adotar a chamada política de renovação (Doi Moi), o 6º Congresso concederia maior autonomia para as cooperativas rurais. Durante os anos seguintes, a política de reformas aprofundaria as regras relativas ao direito de propriedade, abrindo caminho para o fim da coletivização da produção agrícola. Em 1988, as reformas foram intensificadas, culminando na substituição do sistema de cotas compulsórias e na introdução do sistema de livre comercialização (IRVIN, 1994, p. 11). A restituição aos camponeses do direito individual de uso da terra implicou no virtual abandono do sistema de coletivização da produção e no conseqüente restabelecimento da produção familiar (Decreto de 10 de Abril). Ao mesmo tempo, as pequenas empresas privadas passaram a ser incentivadas (Resolução 27 HBT), o que também favoreceria a expansão da produção das novas unidades produtivas (MCCARTY; BURKE, 2008, p.8).

O efeito conjunto dessas medidas foi impulsionar o crescimento da renda agrícola, que avançaria 4,7% em 1988 e 7,5% no ano seguinte. Produtores de arroz e de outros grãos, liberados do preenchimento de cotas compulsórias do governo, puderam destinar a maior parcela de sua produção ao mercado de preços livres, o que lhes possibilitou um considerável aumento de renda. Essa expansão de renda, por sua vez, permitiu aos produtores reinvestir os ganhos na ampliação da produção, aumentando ainda mais a oferta de alimentos.

A partir de 1989, com a consolidação da reforma fundiária, e com a ampliação da liberalização de preços, a produção agrícola se expandiu rapidamente. Por conseqüência, a oferta de alimentos se elevou substancialmente, amortecendo pressões de demanda e atenuando alta de preços (HUNG, 1999, p. 8). Mais ainda, a reforma propiciou uma expressiva melhora no gerenciamento da produção, com reflexos no setor de distribuição e de transportes. Os benefícios advindos desse novo quadro se refletiram em forte aumento de investimentos no setor, o que se traduziu em expressivos ganhos de produtividade. A

produtividade, que era de cerca de 260 Kg per capita em 1980, aumentou para mais de 330 Kg per capita em 1989 (HUNG, 1999, p. 11). De importador de arroz, no início da década de 1980, o país passou a terceiro maior exportador mundial do produto, em 1990.

Apesar do contexto favorável que se seguiu as reformas, flutuações de preços no mercado internacional de *commodities* agrícolas alteraram seriamente as condições de oferta. O crescimento da produção se reduziu em 1990-1991, em reação a uma tendência de baixa no preço dos alimentos. Por outro lado, um congelamento de salários determinado em 1989 impactou diretamente a demanda por esses produtos, reforçando o movimento descendente de preços (HUNG, 1999, p. 9).

Nos anos seguintes, com o aprofundamento das reformas - notadamente a abertura comercial externa e a permissão para a entrada de capitais estrangeiros - o setor agrícola voltou a apresentar resultados francamente positivos. Em 1993, a Assembléia Nacional do Vietnã baixou um novo pacote de reformas, ampliando os direitos relativos à propriedade rural. A nova legislação permitiu aos proprietários rurais negociar o direito de uso da terra e aumentou o prazo de vigência desse direito (SIKOR, 2004, p.75). Com a consolidação das reformas, o desenvolvimento de novos cultivos, a expansão da área de plantio e o forte incremento da produtividade passaram a compor um novo cenário para a agricultura vietnamita. Reflexo disso foi que o país se tornou, ao final da década de 90, o segundo maior produtor mundial de café - superando a Colômbia - com uma produção anual de cerca de 700 mil toneladas. Outro destaque foi o crescimento da produção de arroz, cuja exportação alcançou US\$ 855 milhões em 1996.

Mais recentemente (2001), o governo viria a permitir aos agricultores utilizar os contratos de direito do uso da terra como garantia para a obtenção de empréstimos. A medida marca uma importante mudança no sistema legal vietnamita, uma vez que representa de fato, para fins de negociação financeira, o reconhecimento do direito de propriedade.

2.1.2 A reforma das empresas do Estado

A reforma das empresas estatais tem sido um tema freqüente na agenda do Estado desde o início da década de 1980. Já em 1981, o governo introduziria várias mudanças com relação à gestão dessas empresas. Uma primeira mudança institucional importante ocorreria com a implantação do chamado “Plano de Três Pontos”. O Plano permitiu às empresas

estatais adquirir insumos e comercializar bens finais fora do âmbito do planejamento estatal (Decisão 25-CP). Com a adoção dessa medida, as empresas estatais ganharam maior autonomia de gestão, podendo definir, elas próprias, metas de produção e preços de comercialização. No entanto, essa autonomia ainda estaria limitada uma vez que elas deveriam atender as seguintes regras de atuação: (i) prioritariamente, o preenchimento de cotas de produção destinadas ao Estado (estabelecidas através de planejamento centralizado e cuja comercialização era feita segundo preços planejados) (Plano A); (ii) de modo a cobrir as cotas de produção, as estatais poderiam adquirir insumos no mercado de preços livres (Plano B); e, (iii) uma vez preenchidas as cotas de produção, as empresas estariam liberadas para comercializar sua produção excedente no mercado de preços livres (Plano C).

A possibilidade das empresas atuarem no âmbito dos Planos B e C, resultou em dois importantes avanços; um relativo às próprias empresas e outro relativo à economia como um todo. Em termos microeconômicos, o Plano implicou maior descentralização das decisões de planejamento empresarial, acarretando um aumento de eficiência das empresas estatais (LEUNG; RIEDEL, 2008, p.4). Em termos macroeconômicos, incrementou as transações “fora do planejamento”, favorecendo a estruturação de um mercado de preços livres (Ibidem). O fato da produção dessas empresas representar, à época, cerca de 30% do valor agregado da economia vietnamita, e compor mais de 90% do PIB industrial do país, dá a medida da importância desses avanços. Como veremos adiante, a descentralização administrativa e a liberalização de preços estiveram no vértice do processo de transição para a economia de mercado.

Em 1985, a implantação do chamado “Ajuste de Preços, Salários e Moeda” – e em particular, a reforma monetária¹⁴ introduzida com esse plano - afetaria diretamente o capital de giro das empresas estatais. A reforma monetária imporá um confisco financeiro a essas empresas, ao determinar que a troca de padrão monetário – determinada pelo pacote - fosse feita segundo a aplicação de um deságio para os possuidores de moeda. Poupanças que mantinham recursos em dinheiro vivo e em depósitos bancários foram expropriados de parte de seus valores por ocasião da troca de moeda (MCCARTY; BURKE, 2008, p.10). Como as empresas estatais estavam obrigadas a manter grandes volumes de depósitos à vista nos bancos, devido a sua crescente participação em atividades vinculadas ao mercado não-oficial, a conversão à nova moeda foi particularmente custosa para elas. Devido ao confisco, as empresas estatais se voltaram às fontes oficiais de crédito, pressionando fortemente as contas

¹⁴ A reforma implicou na introdução do “Novo Dong”, a uma cotação de 1:10 em relação ao “velho” Dong.

do governo (HUNG, 1999, p. 7). O desenrolar dessa pressão foi uma acomodação da política monetária e uma conseqüente escalada de preços.

O marco decisivo com relação à mudança de gestão nas empresas estatais ocorreu em 1988, quando o governo promoveu uma nova reforma na política que regulava a atuação dessas empresas. A mudança consistiu na reformulação do sistema centralizado de gestão ao qual essas empresas ainda estavam subordinadas. Com a mudança, foi praticamente abandonado o sistema de planificação estatal, sendo concedida maior autonomia gerencial à essas empresas. As restrições estabelecidas pelo “Plano de Três Pontos” foram relaxadas e as empresas ganharam autonomia para definir preços e estabelecer suas próprias metas de produção (MCCARTY, BURKE, 2008). A partir da reforma, as empresas não estariam mais restritas as regras do “Plano de Três Pontos”.

Em contrapartida ao relaxamento do sistema de planificação, o governo introduziu medidas que alcançavam vantagens e prerrogativas que as empresas estatais até então detinham. Até 1988, as empresas estatais dispunham, em geral, de vários privilégios institucionais: facilidades de acesso ao crédito governamental, empréstimos a juros subsidiados, monopólio na exportação e importação de vários tipos de produtos, isenções fiscais, subsídios fiscais diretos e precedência no preenchimento de cotas de exportação e de importação. As reformas instituídas a partir de 1988 restringiram esse rol de benefícios, modificando substancialmente o ambiente institucional sob o qual atuavam essas empresas.

A reforma inicialmente estabeleceu um processo de fusões e liquidações que veio a reduzir substancialmente o número de empresas estatais no Vietnã. De um total de 12.000 empresas existentes em 1988, cerca de metade deixou de existir em um período de cinco anos, como indica a **Tabela 1**. Nesse mesmo período, a força de trabalho nas empresas controladas pelo estado também foi substancialmente reduzida - de 2,7 milhões de trabalhadores para 1,7 milhão (FMI, 1998). Esse choque de gestão produzido pelas reformas resultou num importante ganho de produtividade para o setor estatal que, por ainda representar parte expressiva da atividade econômica, repercutiu fortemente para o conjunto da economia (FMI, 1998).

Tabela 1. Número de empresas estatais e valor agregado, 1989-1996

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Número de empresas estatais	12.000	ND	ND	6.545	6.242	6.019	5.962	6.025
Sendo: na indústria e construção	3.020	2.762	2.599	2.268	2.030	2.002	1.958	1.880
Valor agregado (% do PIB)	24,8	23,9	22,4	27,4	28,6	29,5	32,1	32,9
Sendo: na indústria e construção	14,5	14,2	15,1	17,6	19,0	19,3	19,9	19,6

Fonte: FMI, 1998

Apesar do processo de enxugamento e fechamento de empresas estatais, a participação do setor público no PIB avançou no período 1989-1996 - saltando de 25% para 32% - em contraste com a experiência de outras economias em transição. Embora isso indique uma maior presença do Estado na economia, no caso do Vietnã o dado também revela uma melhora na produtividade do trabalho no setor estatal. Dois fatores influenciaram mais decisivamente essa melhora. Em primeiro lugar, as empresas aumentaram a taxa de utilização de capacidade produtiva. Para isso, se valeram de recursos relativamente reduzidos, uma vez que a introdução de mudanças organizacionais favoreceu o uso mais intensivo da capacidade instalada das empresas. Em segundo lugar, os elevados investimentos promovidos durante o período de ajuda soviética, particularmente no setor petrolífero e de energia elétrica, alcançaram o estágio de produção. A presença do Estado na atividade industrial, em particular, reflete essa melhora. Em 1987, 3.157 empresas estatais operavam no setor industrial, sendo que a participação do Estado no PIB industrial era de 70,5%. Cinco anos depois, apenas 2.268 empresas estatais eram responsáveis por essa mesma proporção da produção. Petróleo, combustíveis e energia eram então os setores em que o Estado tinha maior participação, representando cerca de 50% das despesas de investimento do governo (BM, 1994). Esse ganho de produtividade, juntamente com a retirada de subsídios por parte do governo e cobrança mais efetiva de impostos por parte do Estado, permitiu que as

transferências líquidas do setor estatal para o orçamento público saltassem de menos de 1% do PIB, em 1988, para cerca de 11% em 1993 (ver **Tabela 2**).

Tabela 2. Participação das empresas estatais no orçamento público (em % PIB)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Transferência Líquida das empresas estatais	-0,1	4,4	6,9	7,9	9,9	11,2
Receita Pública oriunda das empresas estatais	8,4	9,2	9,5	8,9	10,8	11,8
Transferência orçamentária para as empresas estatais	8,5	4,8	2,6	1,0	0,9	0,6

Fonte: FMI, 1998

Essa melhora na participação das empresas estatais no resultado fiscal do governo também estava ligada a mudanças introduzidas na legislação. Em 1995, o governo outorgou a Lei da Empresa Estatal que estabeleceu limites rígidos de financiamento para essas empresas. A partir da vigência da lei, as empresas estatais ficariam sob a supervisão direta do Ministério das Finanças, que passou a controlar o seu orçamento.

Apesar dos ganhos de eficiência e da maior contribuição fiscal que as empresas estatais passaram a proporcionar, a sua participação na receita pública continuou, nos anos seguintes, a não corresponder a sua participação relativa no PIB. Essas empresas respondiam, em 1997, por cerca de 1/3 do PIB do Vietnã, quase três vezes mais do que a sua participação relativa na receita pública.

Além dos efeitos diretos do enxugamento da máquina pública e da autonomia de gestão conquistada pelas empresas estatais, essas também foram fortemente afetadas pelas mudanças introduzidas no setor financeiro. O setor estatal foi impactado pela criação de novos bancos estatais, dos quais o governo passou a exigir maior rigor na distribuição de crédito. Essa orientação representou uma restrição financeira importante para as empresas

estatais, ao limitar o acesso dessas empresas a empréstimos com taxas de juros subsidiadas (FMI, 1998)

Entretanto, mesmo sob maior controle do governo, as empresas estatais seguiram se financiando com verbas orçamentárias. Em 1997, o governo criou o Fundo Nacional de Investimento (FNI) – um fundo de fomento constituído exclusivamente a partir da alocação de verbas públicas - destinado a financiar as empresas vietnamitas em geral. Não obstante a abrangência de setores a serem favorecidos pelo FNI, as empresas estatais se tornaram as maiores beneficiárias dos financiamentos, concentrando cerca de 90% dos recursos do Fundo (FMI, 1998).

Por fim, a exemplo da China, as empresas estatais foram as maiores beneficiárias da entrada de investimento direto estrangeiro (IDE) no país. Até 1988, a entrada de capitais estrangeiros no país se encontrava bloqueada por uma legislação fortemente restritiva. A criação de *joint ventures* - empresas nas quais a presença de capitais estrangeiros estava associada à participação de capital estatal - foi o modelo escolhido pelo governo, a partir de 1989, para incentivar a entrada de capital externo no setor produtivo. A Lei do Investimento Estrangeiro consagrou a mudança promovida pelo governo no sentido de promover a entrada de investimento direto estrangeiro no país. Para se ter uma idéia dos efeitos da iniciativa, no período 1988-1991, ingressaram no país, sob a modalidade de investimento direto estrangeiro, US\$ 732 milhões. Já no período 1992-1996, o ingresso foi de cerca de US\$ 7 bilhões¹⁵.

Mesmo com a maior entrada de capital privado na economia, as empresas estatais mantiveram seu papel de principais locomotivas da indústria nacional, reforçando sua atuação nos setores responsáveis pelo alto dinamismo econômico do país. Embora tenham sido enquadradas nas novas diretrizes de controle orçamentário do governo, elas continuaram a ser os maiores clientes dos bancos estatais – ainda sob condições privilegiadas -, alcançaram completa autonomia gerencial e foram as principais beneficiárias da entrada de capitais estrangeiros no setor produtivo.

2.1.3 A reforma do setor financeiro

¹⁵ Cf. FMI, 1998 Índice Estatístico p.33

Juntamente com a liberalização de preços, adotada a partir de 1988, o governo vietnamita iniciou a implantação de reformas institucionais que modificaram substancialmente o funcionamento do então precário sistema financeiro local.

A reforma do setor bancário, instituída em 1989, e aprofundada nos anos seguintes, representaria um marco decisivo para o mercado financeiro vietnamita. A reforma inicialmente consistiu no cancelamento do monopólio mantido pelo banco estatal e na formação de uma nova estrutura institucional no setor. Essa estrutura era composta, por um banco central – o Banco do Estado do Vietnã (BEV) - e por quatro novos bancos comerciais estatais.

Em 1990, o governo aprofundaria a reforma do setor, promovendo o fim do monopólio estatal no mercado bancário. A partir daí, o Banco do Estado do Vietnã passou a permitir a entrada de instituições privadas – nacionais e estrangeiras - no setor bancário, incentivando à expansão do mercado financeiro vietnamita. Como consequência dessa maior abertura, o setor bancário privado se expandiu rapidamente, passando a representar parcela importante do total de ativos financeiros do país. Com o levantamento de barreiras à entrada no setor, vários bancos estrangeiros, associados a capitais locais, se estabeleceram no país. O mercado de moeda estrangeira, especialmente o segmento ligado ao comércio exterior, e o financiamento de atividades ligadas à exportação concentravam as operações desses novos participantes. Além disso, com a abertura do setor, um mercado interbancário independente se consolidou, passando a atender desde o mercado de câmbio local até o mercado de fundos domésticos de curto prazo.

Em contrapartida à liberalização do setor, o governo adotaria, no período 1989-1995, um conjunto de medidas visando reforçar o escopo de regulação do setor. Elas podem ser assim resumidas:

-Fim do monopólio estatal (1990). Suspensão das barreiras legais à entrada de capitais privados no setor. Bancos estrangeiros deveriam se associar a capitais nacionais para atuar no setor.

-Taxas de juros: Com a reforma, em 1989, os bancos passaram a remunerar os depósitos a prazo com uma taxa de juros real positiva. A partir de 1992, as taxas de juros dos empréstimos destinados a capital de giro e capital fixo das empresas também se tornaram positivas. Entretanto, os bancos tiveram o spread limitado.

-Limites de crédito (1994): o BEV estabeleceu limites de expansão de crédito para os bancos. Inicialmente, os limites foram impostos apenas aos bancos estatais, sendo mais tarde

estendidos aos demais bancos. A partir de 1996, o BEV permitiu aos bancos negociar entre si a expansão desses limites.

-Reservas bancárias (1989): os bancos deveriam manter reservas próprias até o limite mínimo de 10% do total de depósitos com prazo de maturação inferior a um ano.

-Redesconto bancário (1989): o Banco Central atuaria no mercado de curto prazo onde atenderia a necessidade de liquidez dos bancos comerciais estatais.

-Leilão de títulos públicos: iniciado em 1992, teria como principais clientes os bancos comerciais estatais e serviria como parâmetro para a formação da taxa de juros. Outros títulos e notas, emitidos pelo BEV, seriam leiloados para o setor não-financeiro.

A adoção dessas medidas modificaria radicalmente a estrutura do mercado financeiro vietnamita nos anos seguintes, impactando diretamente a condução da política monetária do governo. Em primeiro lugar, o estabelecimento de taxas de juros positivas pelo BEV representaria um forte estímulo à expansão da poupança interna e um incentivo à “desmonetização” da economia. Ao mesmo tempo em que as taxas de juros positivas atraíam a poupança privada, a perspectiva de ganho para os poupadores colocava um freio à expansão da moeda, desestimulando a demanda. Além disso, o fato das empresas estatais deixarem de dispor de crédito com taxas de juros negativas fez com que o crédito deixasse de representar um ônus adicional para o governo, amenizando o peso do financiamento dessas empresas sobre o orçamento público.

A reforma ainda restauraria a confiança na moeda, reforçando a propensão a poupar de empresas e famílias (LEUNG; RIEDEL, 2008; MCCARTY; BURKE, 2008) Com o estabelecimento de taxas de juros positivas, a formação de uma poupança sob a forma de depósitos bancários a prazo foi fortemente incentivada, ajudando a desarmar a especulação que então afetava o mercado de bens. Essa medida representaria um golpe decisivo na prática de se estocar produtos como forma de proteção contra a alta de preços.

Além desses impactos macroeconômicos, a reforma deu seguimento a reorganização institucional do mercado financeiro, onde grupos privados passaram a deter parte substancial dos ativos do setor. Dollar (2002) aponta esse aspecto como um claro sinal de que o setor reagiu de forma positiva às mudanças introduzidas. Em 1996, além dos quatro principais bancos estatais¹⁶, mais de 130 instituições financeiras - entre elas bancos privados locais, bancos de capital nacional e estrangeiro e agências de representação de bancos estrangeiros - e centenas de cooperativas de crédito, compunham o setor financeiro no Vietnã.

¹⁶ São eles: O Banco Comercial e Industrial do Vietnã; o Banco de Comércio Exterior do Vietnã; o Banco de Investimento e Desenvolvimento e o Banco de Desenvolvimento Agrícola e Rural.

Além da maior disponibilidade de crédito propiciada pela entrada de novos bancos, a liberalização do setor bancário também viria a favorecer uma maior racionalidade no processo de formação da taxa de juros. Juntamente com a permissão para entrada de novos investidores no setor, o governo estabeleceu maiores exigências no que diz respeito à manutenção de reservas bancárias por parte dos bancos. Além disso, o BEV também introduziu, em 1992, a realização de leilões de títulos da dívida pública, ampliando a capacidade de financiamento do governo. Tudo isso possibilitou um processo mais transparente e racional na formação da taxa de juros, contribuindo para uma menor intervenção direta do governo no mercado de crédito.

A introdução de mecanismos baseados em preço - e não mais em controles administrativos - na operação do mercado de crédito também obrigou os bancos estatais a reduzir sua atuação neste segmento. O estabelecimento de limites de financiamento para os bancos oficiais, como a instituição de normas mais rígidas na concessão de créditos, levou-os a adotar uma postura mais conservadora, principalmente quanto à fixação das taxas de juros para empréstimos. Em 1992, com o advento do novo modelo institucional, os bancos estatais - que antes das reformas eram responsáveis por cerca de 90% do volume total de empréstimos tomados pelas empresas - tiveram que restringir o crédito repassado às empresas estatais. Em 1997, o crédito se reduziria a 51% do volume total ofertado (FMI, 1998). Essa restrição implicaria para o governo em um duplo benefício. Em primeiro lugar, possibilitava ao governo dosar a oferta de crédito oficial, o que interessava tanto à política fiscal como à política monetária. Em segundo lugar, obrigava os bancos estatais a assumir uma postura mais seletiva frente ao processo de concessão de empréstimos, instando-os a evitar a cobrança de juros subsidiados. Assim, com a reforma, os bancos oficiais foram forçados a restringir os empréstimos concedidos às empresas estatais, ajustar (para cima) as taxas de juros cobradas na concessão desses empréstimos e exigir das empresas a apresentação de garantias cadastrais mais confiáveis.

Não obstante a relativa rapidez da expansão do sistema bancário - entre 1992 e 1996 os depósitos em moeda local avançaram a uma taxa de 35% ao ano -, os bancos estatais continuaram a manter expressiva participação no setor. Em 1996, seis anos após o início da abertura do mercado bancário, os bancos estatais ainda detinham cerca de 50% dos depósitos totais do setor, se mantendo como principais financiadores das empresas estatais. Apesar da redução do volume de recursos emprestados, esses bancos seguiram negligenciando a cobrança de garantias contratuais e se abstendo de executar devedores inadimplentes (FMI, 1998) Aliás, não só os bancos estatais atuavam de forma pouco ortodoxa frente à concessão de empréstimos. A expansão do setor bancário, responsável por um substancial aumento na

participação relativa dos ativos financeiros líquidos no PIB – de 11%, em 1992, para 20%, em 1996 - se deu, em parte, à custa de práticas contábeis pouco transparentes e da concessão de crédito sem a devida avaliação de risco. Em função disso, o setor bancário passou a se defrontar com uma taxa de inadimplência de quase 10% em 1994.

Apesar do avanço das reformas, até 1997 o sistema bancário vietnamita encontrava-se em descompasso com o desenvolvimento deste setor nos demais países da *Association of South East Asian Nations* (ASEAN). Mesmo com essas mudanças, o setor financeiro ainda estava longe de desempenhar o papel chave que as instituições financeiras privadas desempenhavam nos países da ASEAN. Em países como Coréia do Sul e Cingapura, por exemplo, os bancos atuavam como parceiros de fato das empresas privadas do setor produtivo, se associando a elas em projetos de risco. No Vietnã, a despeito das reformas, os bancos estatais seguiram representando parcela expressiva da oferta de crédito, com foco concentrado no financiamento das empresas estatais. Os bancos privados, por sua vez, ainda que ampliando sua participação no mercado de crédito, permaneceram em posição secundária em termos de financiamento às empresas, não rivalizando com a atuação dos bancos estatais. Em 1992, do total de crédito ofertado pelos bancos, 82,8% correspondiam à parcela dos bancos estatais. Mesmo expandindo sua atuação nos anos seguintes, os bancos privados participavam, em 1996, com apenas 23,2% dos créditos concedidos (FMI, 2002).

Por ocasião da Crise Asiática, os bancos enfrentaram uma violenta onda de inadimplência, com o índice de empréstimos não pagos alcançando 13% do total emprestado (FMI, 2002). A rápida fuga de capitais estrangeiros e a redução na entrada de investimentos estrangeiros representariam um elevado ônus para o setor financeiro. Isso porque as empresas vietnamitas haviam contraído vultosos empréstimos em moeda estrangeira, aproveitando as reduzidas taxas de juros então em vigor. Com a saída de capitais que se seguiu a crise, as empresas viram a oferta de crédito se reduzir substancialmente. Isso dificultou o pagamento dos empréstimos, penalizando, então, os bancos. Para enfrentar os efeitos da crise de crédito, os bancos estatais tiveram que refinar os empréstimos não pagos e o governo permitiu às empresas contabilizar de forma parcelada os prejuízos decorrentes da desvalorização.

Apesar do rápido avanço do capital privado, a presença dos bancos estatais ainda permanece predominante no setor. Não obstante a hegemonia estatal, a presença da iniciativa privada está consolidada e o antigo modelo de monopólio estatal ficou para trás.

2.1.4 O novo regime de comércio exterior

O quarto vértice das reformas foi o regime de comércio exterior. Até o final da década de 80, o comércio exterior vietnamita era amplamente controlado por um pequeno número de *trading companies* estatais e estava submetido a um conjunto de regras fortemente restritivas. Entre elas, destacavam-se a imposição de licenças para a importação de mercadorias, o estabelecimento de cotas de importação e de exportação, o controle quantitativo de mercadorias e a imposição de pesadas barreiras tarifárias.

Além dessas regras, o comércio exterior também estava sujeito a um complexo sistema de taxas múltiplas de câmbio, que estabelecia diferentes cotações cambiais para diferentes tipos de negociação. A aplicação da taxa de câmbio dependia do setor (produtivo) no qual atuava o comprador de divisas. Setores em que era mais forte a presença de produtores locais - como aço, bicicletas e confecções - eram agraciados com taxas menos gravosas.

Com a reforma, instituída em 1989 através da “Lei de Impostos sobre Exportação e Importação”, foi extinto o sistema de cotas que regulava o comércio exterior, e as tarifas praticadas tiveram expressivas reduções. Limites quantitativos, tanto de exportação como de importação, foram eliminados, barreiras à entrada em setores exportadores foram retiradas e, a partir de um regime regulatório menos restritivo, as exportações do setor privado foram fortemente incentivadas (Ver **Tabela 3**). Apesar da liberalização comercial, um sistema de restrição às importações foi mantido e as *tradings* estatais continuaram a ter preferência em termos de intermediação nas transações de comércio exterior

As principais medidas adotadas com vistas à liberalização do comércio exterior foram as seguintes:

a) Remoção de cotas de exportação (1989). A partir deste ano apenas sete produtos permaneceram sob este sistema.

b) Eliminação de subsídios à exportação (1990)

c) Unificação e desvalorização da taxa de câmbio (1990).

d) Substituição do sistema de cotas de importação pelo sistema de tarifas (1989). Manutenção da proibição de importação de determinados produtos. A partir da suspensão do sistema de cotas, foram impostas tarifas sobre cerca de 120 produtos, com taxas entre 5% e

50%. Algumas tarifas foram aumentadas nos anos seguintes com o claro propósito de proteger a indústria nacional.

e) Suspensão da exigência de licenças de importação (1996); somente o controle quantitativo sobre a importação de bens de consumo foi mantido.

Para estimular as vendas externas, com a reforma o governo passou a incentivar a entrada de investidores privados em setores exportadores. O esquema de alocação de cotas de exportação, que até então favorecia fortemente as empresas estatais, passou também a contemplar empresas privadas. Antes da liberalização do comércio exterior, vários setores produtivos tinham suas vendas limitadas pelo sistema de cotas. Além disso, as empresas estatais gozavam de privilégios com relação à obtenção de cotas. Além delas, somente empresas que atendiam a requisitos mínimos relativos à capital de giro e investimento eram contempladas com cotas de exportação. A partir de 1989, o governo flexibilizou o esquema de concessão de cotas, permitindo a participação de empresas privadas na exportação de produtos agrícolas e no leilão de cotas de exportação de roupas (principal produto da pauta de exportações). Além da eliminação de cotas para alguns setores, o governo redistribuiu as cotas de exportação remanescentes. As empresas estatais, por sua vez, foram obrigadas a cumprir metas mínimas de exportação, metas essas correspondentes à cotas de exportação já anteriormente definidas. Como indica a **Tabela 3**, a reforma favoreceu um aumento drástico nas exportações. O valor exportado quase dobrou de 1988 para 1989 – de US\$ 733 milhões para US\$ 1.320 milhões – e continuou crescendo a um ritmo de mais 20% nos cinco anos seguintes.

Tabela 3. Balança Comercial, 1986-1992 (em milhões de dólares)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Exportações	494	610	733	1.320	1.731	2.042	2.475
Importações	1.121	1.184	1.412	1.670	1.772	2.105	2.535
Saldo Comercial	-627	-575	-679	-350	-41	-63	-60

Fonte:BM, 1994, IE.p.117

No lado das importações, a eliminação gradual de restrições legais à entrada de produtos importados, e a instituição de tarifas de importação em seu lugar, marcaram a abertura do mercado local. Apesar dessas medidas, o processo de abertura se deu de forma bastante gradual e seletiva. Bens de consumo e artigos de luxo continuaram com a importação restrita. Apesar de o governo ter diminuído o escopo de produtos restritos, as tarifas impostas em 1989 foram fortemente aumentadas nos anos seguintes – tarifa máxima de 120% em 1988, 150% em 1989 e 200% em 1990 (FMI, 1998). Além disso, um sistema de licenciamento de importações foi mantido e as empresas comerciais estatais continuaram a ter preferência no que diz respeito à intermediação nas transações de comércio exterior. Nos anos seguintes, a tarifa máxima foi gradualmente reduzida, permanecendo, porém, a restrição quanto à importação de alguns tipos de bens, notadamente aqueles que competiam de forma mais direta com a indústria local.

A partir da vigência do novo regime, o comércio exterior vietnamita teve uma trajetória auspiciosa. A corrente de comércio, que até o início da década de 90 girava em torno de US\$ 4 bilhões, registrou um resultado próximo a US\$ 40 bilhões no ano 2006 (FMI, 2007). As exportações, que até o início do processo de liberalização comercial se concentravam em um número reduzido de produtos - a maioria produtos primários – se diversificaram, passando a incluir produtos industriais – como produtos eletrônicos, roupas e calçados - e petróleo.

Em 1995 o Vietnã foi aceito como membro da ASEAN, passando a dispor de facilidades tarifárias nas trocas comerciais com os países membros dessa organização. O status de país-membro da ASEAN viria a possibilitar as exportações do Vietnã um crescimento sem precedentes. De fato, apesar da crescente participação dos países desenvolvidos na corrente de comércio exterior vietnamita, parte expressiva das exportações vietnamitas tem como destino os países-membros da ASEAN.

Ao mesmo tempo em que expandia o comércio com seus vizinhos - resultado da remoção de cotas de exportação e da entrada de IDE em setores voltados à exportação -, a economia vietnamita assistiu a uma rápida expansão de setores industriais intensivos no emprego de mão-de-obra. Como consequência, setores como confecções e calçados passaram a representar uma expressiva parcela das exportações vietnamitas. Seguindo a trilha aberta pela China, o Vietnã passou a despontar como um dos principais fornecedores de calçados para os EUA, alcançando em 2005 a posição de 4º maior exportador para o mercado norte-americano (PROCHNIK, 2006). Foram esses dois setores, juntamente com o de petróleo, que lideraram o crescimento do comércio exterior do país.

Além do incremento nas vendas externas, as destacadas participações de confecções e calçados na pauta de exportações vietnamita parecem indicar a repetição de um padrão de iniciação industrial que tem nos países do Sudeste Asiático uma forte referência. Neste aspecto, são emblemáticos os exemplos de Coreia do Sul e Taiwan, que também iniciaram seus processos de industrialização a partir do setor têxtil-confecções. Esses dois países, que até a década de 50 possuíam uma economia fortemente dependente do setor agrícola, iniciaram o caminho da industrialização a partir da emergência do setor de vestuário. O desenvolvimento desse setor, que ao longo da década de 60 passou a se integrar verticalmente em ambos os países, foi o ponto de partida para um processo que, incorporando etapas produtivas de maior valor agregado, possibilitou a Taiwan e Coreia do Sul liderar as exportações de vestuário para o mercado norte-americano nas duas décadas seguintes.

Seguindo a política de abertura comercial seletiva, em 2001 o governo vietnamita passou a adotar um mapa de política comercial que teve por base uma programação multi-anual de redução tarifária. Essa política, feita em substituição à política anterior de anúncios anuais, previa também a remoção de cotas e restrições quantitativas à importação - normas então ainda vigentes - e tinha por objetivo a ampliação de parcerias comerciais regionais e a inclusão do país na Organização Mundial de Comércio (OMC). Em linha com essa política, acordos bilaterais e multilaterais serviram como importantes âncoras para a liberalização comercial. A partir de 2001, apenas o petróleo e o açúcar foram mantidos sob o regime de restrições quantitativas. Em 2001, o país assinou com os EUA um Acordo de Comércio Bilateral. Em 2003, no âmbito do *Asean Free Trade Area* (AFTA), o país reduziu suas tarifas de importação, fixando-as em patamar próximo a 20%, e se comprometendo em reduzi-las a 5% em 2006. Em 2006, o Vietnã foi aceito como membro da OMC, passando a aceitar as regras comerciais estabelecidas por esse organismo.

2.1.5 A reforma tributário-fiscal

A mudança do regime tributário representa o quinto pilar das reformas institucionais promovidas pelo governo do Vietnã. Juntamente com as reformas que possibilitaram a liberalização dos preços, em 1988, o governo introduziu mudanças na legislação tributária, as quais impactaram sensivelmente a receita pública. A nova legislação substituiu o antigo sistema tributário por um novo regime que definia legalmente, e não apenas administrativamente, as fontes de receita do Estado e a incidência de impostos sobre as atividades das empresas estatais. O antigo regime, fortemente baseado em atos discricionários do poder executivo, permitia ao governo sobretaxar alguns produtos, discriminar empresas com relação à cobrança de impostos e modificar de forma *ad hoc* a sistemática de taxaço. Com a implantação da reforma tributária, novos dispositivos legais foram criados a fim de regulamentar a incidência de impostos. O escopo da nova regulamentação incluía a cobrança de impostos sobre importação e exportação, lucros, uso da terra, transferência patrimonial, comercialização de produtos e produção. Além disso, a reforma também procurou aumentar a base de arrecadação de impostos - até então fortemente concentrada nas empresas estatais - incidindo também, de forma mais rigorosa, sobre setores não-estatais (Ver **Tabela 4**).

Tabela 4. Receita Pública - Participação estatal, 1987-1993 (% da receita total)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Setor Estatal	75,1	63,8	57,6	58,8	57,2	54,1	50,1
Setor não-estatal	13,2	18,4	28,9	15,0	19,1	18,2	18,1

Fonte: BM, 1994, p.124

Além de possibilitar um aumento expressivo da receita pública, a reforma também implicaria uma significativa redução dos subsídios concedidos pelo governo. Pressionado por uma despesa orçamentária que superava em 30% o valor das suas receitas, em 1988, o governo reduziu as transferências de recursos para as empresas controladas pelo Estado, impondo pesados cortes nos subsídios que favoreciam essas empresas.

Até a instituição desse novo conjunto de leis, a sistemática tributária vietnamita tornava inconstante o volume de arrecadação de impostos e incerta a receita pública. Com a reestruturação do regime tributário, a arrecadação de impostos subiu de forma acentuada. As receitas públicas totais, que representavam 11,3% do PIB, em 1988, passaram a corresponder a 22,3% do PIB em 1993 (Ver **Tabela 5**). Em destaque, o comércio exterior, que passou a corresponder a cerca 20% da receita total em 1993, quando cinco anos antes equivalia a apenas 7,5%. A abertura externa e o conseqüente aumento no fluxo comercial explicam boa parte dessa expressiva alta. Em contrapartida, a participação do setor estatal na receita total caiu fortemente. Mesmo com os impostos recolhidos das empresas estatais crescendo de 7,2% do PIB, em 1988, para 11,2% do PIB, em 1993, ainda assim a participação relativa do setor estatal na receita pública se reduziu de 63,8% em 1988, para 50,1% em 1993.

Tabela 5. Receitas públicas (1988-1993) (em % do PIB)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Empresas estatais	7,2	8,0	8,7	7,7	10,3	11,2
Setor não-estatal	2,1	2,6	2,3	2,6	3,5	4,1
Comércio Exterior	0,8	1,3	1,8	1,4	2,0	4,3
Outras receitas	1,2	2,0	2,0	1,8	3,3	2,8
Receita total	11,3	13,8	14,6	13,5	19,0	22,3

Fonte: BM, 1994

Com a reforma do sistema tributário, o governo introduziria, em 1993, a cobrança de impostos tendo por base o valor adicionado à produção. A nova sistemática de cobrança incidiria sobre diferentes etapas da cadeia produtiva, o que ampliaria a base de incidência dos impostos, ao incorporar novos setores ao universo de contribuintes. Com isso, a receita fiscal, que antes das reformas não alcançava 50% do total arrecadado pelo governo, passou a representar, já em 1994, cerca de 80% da receita pública. A **Tabela 6** indica o rápido aumento de receitas decorrente da introdução do novo regime e, em particular, a participação das receitas fiscais no total arrecadado.

Tabela 6. Receitas Públicas por natureza, 1988-1994 (em % do PIB)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Receita Total	13,1	16,0	16,1	14,4	18,3	21,6	24,0
Receitas Fiscais	3,4	4,5	4,4	11,6	13,2	17,4	19,0
Receitas não-Fiscais	9,7	11,5	11,7	2,8	5,1	4,2	5,0

Fonte: FMI, 1998

Consoante às reformas, três fatores concorrerem diretamente para uma drástica redução do déficit público: o aumento de receitas, com destaque para a maior participação relativa do setor externo; a redução de subsídios concedidos às empresas estatais; e a relativa estabilidade das despesas correntes, que se mantiveram em cerca de 14% do PIB no período 88-92 (BM, 1994). Com isso, o déficit primário que alcançara 7,0% do PIB em 1988, se reduziu para apenas 0,8% do PIB em 1992 (ver **Tabela 7**)

Tabela 7. Déficit Público Primário, 1986-1992 (% do PIB)

Porcentagem do PIB							
Receitas	13,2	12,2	11,3	13,8	14,7	13,5	19,0
Impostos	2,9	2,2	2,9	3,9	4,1	3,7	5,0
Transferência de empreendimentos estatais	9,5	9,2	7,2	8,0	8,7	8,1	10,8
Outras Receitas - não taxáveis	0,8	0,9	1,2	2,0	2,0	1,4	2,5
Despesas Atuais (excl. juros)	12,9	12,7	14,0	15,4	14,7	11,4	14,0
Salários	0,9	1,0	1,7	4,6	4,2	2,6	-
Subsídios	2,9	4,9	5,3	0,0	0,0	0,0	-
Outros	9,2	6,8	7,0	10,8	10,5	8,8	-
<i>dos quais: Operação e Manutenção</i>	23,0	1,8	0,5	0,9	0,7	0,6	-
Despesas Capitais	5,9	3,9	4,4	5,8	5,1	2,8	5,8
Balanco Geral Primário	-5,7	-4,3	-7,0	-7,2	-5,1	-0,7	-0,8

Fonte: BM, 1994, p.123

A partir de 1996, com a descoberta de novas bacias petrolíferas no país, e com a alta do preço do petróleo no mercado internacional, o orçamento público passou a depender mais fortemente da renda do setor petrolífero. A entrada em operação de novos campos de petróleo teve significativo impacto sobre a arrecadação de impostos. Com a exploração das novas jazidas o setor passou a contribuir com cerca de 35% das receitas totais do governo, o que representava, ao final da década de 90, cerca de 6% do PIB do país (FMI, 2002). Com isso, os impostos provenientes da exploração e exportação de petróleo passaram a se constituir numa das principais fontes de receita orçamentária, possibilitando ao governo investir pesadamente em programas de desenvolvimento econômico- como o FNI - e de redução da pobreza. A

propósito do FNI, não obstante o crescimento da receita pública, ressaltem-se as preocupações acerca dos riscos que o programa representava, tanto em termos de controle fiscal como no que diz respeito à destinação de recursos. Como já mencionado, ainda que o FNI tivesse por objetivo explícito o financiamento de empresas em geral, na prática as empresas estatais foram as principais beneficiárias do programa (FMI, 1998)

2.2 A POLÍTICA MACROECONÔMICA DO VIETNÃ

O objetivo a seguir é verificar o impacto da política macroeconômica vietnamita sobre o crescimento econômico. Para isso o trabalho distingue quatro períodos: o primeiro (1985-1988) se estende do início do “Programa de Ajuste” até a etapa de superação do processo de alta inflação. O segundo (1989-1992) corresponde à fase de liberalização comercial e financeira, de controle da inflação e de retomada do crescimento. O terceiro (1993-1997) cobre o início do ciclo de baixa inflação e rápido crescimento econômico, e se encerra com o ponto de inflexão representado pela Crise Asiática. O quarto período (1998-2006) compreende as mudanças promovidas na política macroeconômica com o propósito de atenuar os efeitos da crise, se prolongando até as vésperas da entrada do país na OMC.

2.2.1 O período 1985-1988

2.2.1.1 O contexto macroeconômico anterior às reformas de 1985

A economia vietnamita passou a crescer velozmente a partir do início da década de 1980. Conta-se daí um ciclo de rápido crescimento econômico que já dura quase trinta anos. Ao longo desse ciclo, somente diante do agravamento da inflação, que atingiria taxas superiores a 300% ao ano, o crescimento econômico viria a arrefecer. Após cinco anos (1981-1985) registrando uma taxa média de crescimento do PIB de cerca de 7% ao ano, a economia vietnamita atravessaria um período de três anos (1986-1988) em que essa taxa se reduziria a pouco mais de 3% ao ano. Superada a alta inflação, a economia vietnamita retomaria o ritmo acelerado de crescimento, passando a registrar taxas ao redor de 8% ao ano.

A flexibilização de preços, empreendida a partir de 1981, representa, sem dúvida, o ponto de partida a partir do qual a economia vietnamita iniciou esse já longo ciclo de crescimento econômico. Por flexibilização entenda-se a permissão dada pelo governo para que cooperativas rurais e empresas estatais pudessem atuar no mercado de preços livres, ou seja, fora dos marcos da planificação estatal. Em termos práticos, a flexibilização, por representar uma possibilidade de aumento de ganhos por parte daqueles agentes econômicos, incentivaria o aumento da produção, fazendo com que a agricultura apresentasse nos anos seguintes elevadas taxas de expansão. Como a agricultura era então responsável por uma parcela equivalente a cerca de 40% do PIB, os ganhos decorrentes da rápida expansão da produção agrícola se refletiram fortemente no crescimento do PIB vietnamita. Claramente, portanto, a flexibilização foi o pontapé que deu início a esse ciclo de rápido crescimento econômico.

A despeito da rápida expansão da agricultura, a economia vietnamita se defrontava então com um elevado déficit fiscal e com uma aguda falta de financiamento externo. O déficit fiscal tinha suas raízes nos subsídios concedidos às empresas estatais e na sustentação da guerra travada com o Camboja. A falta de financiamento externo, por seu turno, decorria de um persistente déficit comercial - que tinha por condicionante a deterioração econômica do bloco soviético, então o principal parceiro comercial do país, e o crescimento da demanda interna, então pressionada pelo rápido crescimento populacional do Vietnã. Adicionalmente, o bloqueio econômico norte-americano, que afastou os organismos multilaterais de crédito, impedia o país de financiar com recursos externos esse déficit.

Sob este cenário, que aliava pressões de demanda e uma política monetária que se acomodava à deterioração do quadro fiscal, a taxa de inflação se acelerou rapidamente. Com a liberalização de preços promovida pelo governo em 1981, a inflação ascendeu a 70% neste mesmo ano, e a 95% em 1982, só retroagindo no ano seguinte, graças ao retorno a um modelo “stalinista” de controle de preços (HUNG, 1999). No entanto, mesmo com a restauração de um rígido controle de preços, a inflação voltaria a recrudescer em 1984, alcançando quase 70%.

Em contrapartida a esses indicadores ruins, os quatro anos que se seguiram à liberalização (parcial) de preços compõem um período de rápido crescimento econômico. Depois da queda do PIB, de 3,5% observada em 1980, a economia se recuperaria nos anos seguintes, com a taxa de crescimento do PIB alcançando 8,20% em 1982, 7,1% em 1983, e 8,4% em 1983. Não obstante esse êxito, a deterioração das demais variáveis macroeconômicas colocou em risco a continuidade desse crescimento. Assim, as pressões

decorrentes de um ambiente que combinava alta inflação, elevado déficit fiscal e agudo déficit comercial, além do início de uma bem sucedida transformação econômica na vizinha China, levaram o governo a dar início a uma reforma que afetaria profundamente as bases da economia vietnamita.

2.2.1.2 O contexto de alta inflação

No modelo socialista clássico, um sistema de controle administrativo de preços, aliado a um sistema de racionamento de bens, cumpre o papel de contrabalançar eventuais restrições de oferta e/ou pressões de demanda. Esse sistema funciona como um amortecedor para a alta de preços, atenuando impactos causados por variações bruscas de oferta e demanda. Através do controle de preços e de restrições ao consumo, o governo evita maiores impactos sobre os índices de preços.

No sistema de planificação, a inflação tanto pode ser gerada por aumentos nos preços dos produtos comercializados no mercado, como também a partir de aumentos nos preços dos produtos controlados pelo governo. Entretanto, como esses últimos só sofrem aumentos quando os preços dos insumos-chaves precisam ser majorados, isto é, quando o governo enfrenta dificuldade em adquirir insumos (e, conseqüentemente, em fornecer suprimentos), os índices de preços são pouco afetados. Ou seja, como o governo tende a postergar ao máximo a promoção de aumentos nos preços oficiais, o impacto de eventuais aumentos nos preços livres é contrabalançado, nos índices de inflação, pela relativa rigidez dos preços controlados.

O racionamento complementa o rol de recursos utilizados pelo governo de modo a garantir a estabilidade de preços. Como o racionamento reprime a demanda, essa restrição acaba por implicar menor pressão sobre os preços, favorecendo a estabilidade. Assim, através desse mecanismo que compulsoriamente dimensiona a demanda, evita-se, ao menos durante o período de sua vigência, uma pressão altista sobre os preços. Entretanto, a despeito de garantir um êxito momentâneo, o racionamento produz um efeito colateral danoso: ele impõe aos agentes econômicos uma poupança forçada, o que acaba por provocar uma “armadilha monetária” - caso em que os consumidores, não podendo consumir, acumulam recursos “inconvertíveis” (KORNAI, 1992). Em outras palavras, o racionamento, por impedir o consumo, provoca uma acumulação involuntária de ativos financeiros, deixando em mãos dos consumidores recursos que não podem ser gastos (FISCHER; GELB, 1991). Isso explicaria as baixas taxas de inflação nos países socialistas.

Tabela 8. Inflação nos Países Socialistas

Período	China	Hungria	Polônia	Iugoslávia	Vietnam
1960-80	-	3,7	5,0	-	-
1965-80	0,0	2,6	-	15,3	-
1966-70	-	-	-	-	2,3
1971-75	-	-	-	-	0,7
1976-80	-	-	-	-	21,2
1981-85	3,5	6,8	3,5	49,6	164,9
1986	6,0	5,3	18,0	88,0	453,3
1987	7,3	8,6	25,3	118,0	360,4
1988	18,5	15,5	61,3	199,0	374,4
1989	17,8	17,0	244,1	1.256,0	95,8

Fonte: Kornai (1992) e FMI (1998)

Com a transição para as economias de mercado, e com o conseqüente desmonte desses mecanismos, os países socialistas experimentariam fortes movimentos de elevação de preços (ver **Tabela 8**). A revogação dos mecanismos de controle de preços teria como contrapartida a suspensão do sistema de racionamento, o que desarmaria a armadilha monetária. Com a extinção do controle de preços e do racionamento, a demanda “reprimida” se traduziria em movimento de alta de preços, resultando em inflação aberta. A conseqüência seria a geração de um efeito-custo sobre os insumos, realimentando a alta de preços.

Além de “desregulamentar” a demanda, o fim do sistema de racionamento acarretava um outro efeito sobre os preços: o fortalecimento de um mecanismo retro-alimentador da alta de preços, em que firmas e consumidores buscavam estocar produtos escassos. Nesse contexto, diante da perspectiva de falta de produtos, os consumidores antecipavam suas decisões de consumo, adquirindo e estocando produtos. Essa especulação provocava um crescente descasamento entre oferta e demanda, agravando ainda mais a falta de produtos. O agravamento da escassez, por seu turno, provocava desequilíbrios adicionais na relação oferta-demanda, concorrendo para novos aumentos de preços. Isso causava um círculo vicioso

que se desdobraria na seguinte seqüência de eventos: fim do racionamento / aumento da demanda / escassez de produtos / inflação / especulação.

No caso do Vietnã, o processo de alta inflação começou em 1985, logo após a edição do já mencionado plano de “Ajuste de Preços, Salários e Moeda”. O objetivo do pacote foi incentivar a oferta de produtos agrícolas e, com isso, combater a inflação, que alcançara quase 100% em 1984. De modo a incentivar a expansão da oferta, as medidas iniciais do pacote visaram melhorar as condições de comercialização dos produtos agrícolas cujos preços se encontravam então muito abaixo dos praticados no mercado não-oficial. As principais medidas do pacote foram as seguintes:

1- Os preços dos insumos adquiridos pelo governo seriam atrelados aos preços de mercado.

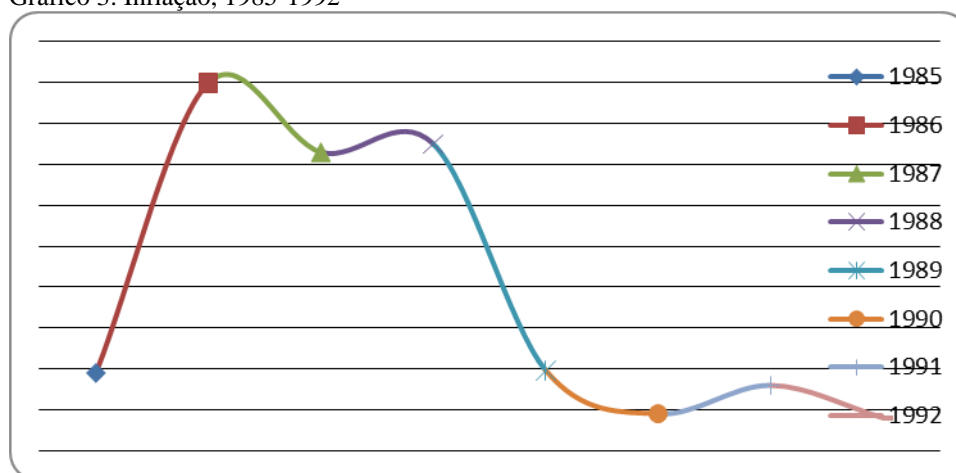
2- O racionamento imposto aos consumidores seria relaxado.

3- A remuneração dos funcionários públicos seria completamente monetizada de modo a compensar o fim do sistema de racionamento.

4- Uma reforma do padrão monetário seria instituída de forma a dificultar a manutenção de moeda (dinheiro vivo e depósitos à vista) em excesso nas mãos do público.¹⁷

5- Um ajuste fiscal seria implementado, com a diminuição dos recursos destinados as empresas estatais.

Gráfico 3. Inflação, 1985-1992



Fonte: FMI, 2002

¹⁷ Na prática, como já mencionado, a reforma representou um confisco

Por efeito da adoção dessas medidas, a inflação se acelerou rapidamente, como indica o **Gráfico 3**. Como o mercado de preços livres no Vietnã já era relativamente amplo, a liberalização de preços, o fim do racionamento e o aumento da renda nominal dos funcionários do setor estatal – medidas decretadas com a edição do pacote - tiveram por resultado um forte aumento de preços. Revogado o racionamento, o governo foi também forçado a reajustar os preços que haviam permanecido sob o sistema de planificação, sob pena de inviabilizar a compra de insumos por parte das empresas estatais. O efeito disso foi uma aceleração no processo de alta de preços, cujo ápice foi uma taxa de inflação de mais de 400% em 1986. Com o descontrole da inflação, os preços no varejo aumentaram cerca de quinze vezes, em pouco mais de dois anos (VO DAÍ LUOC, 1994)

A especulação foi outro grave problema que surgiu com o fim do racionamento e ajuda a explicar a aceleração inflacionária que se seguiu à edição do pacote. Na medida em que a política monetária acomodou as pressões decorrentes da ampliação de gastos do governo – produto da monetização dos salários do funcionalismo e de créditos extra-orçamentários concedido às empresas estatais – o resultado foi a intensificação da alta de preços.

Confrontados com um cenário de inflação ascendente e de escassez de produtos, empresas, cooperativas e consumidores passaram a antecipar suas decisões de consumo, aumentando seus estoques (HUNG, 1999). Essa atitude foi adotada pela maioria dos agentes econômicos, que, atuando assim, buscavam garantir seu próprio abastecimento. Isso se refletiu em um ambiente de incerteza, em que agentes procuravam proteger suas posições competindo através de uma corrida em busca de ativos reais (ver **Tabela 9**). Essa corrida, por sua vez, intensificou ainda mais a demanda por produtos, o que se refletiu em alta nos índices de preços. Nos três anos que se seguiram a adoção do pacote de reformas a inflação se situou acima do patamar de 300% ao ano.

Tabela 9. Mudança de portfólio de poupança, 1985-1991

Forma de Poupança	Lares utilizando esta forma, em milhares, em:		Porcentagem de mudança	Ranking Médio ^{a)}
	1985	1991		
			1985-91	1991
Ouro	177	114	-35,6	1,6
U\$ Dólares	46	62	34,8	1,9
Dong – Moeda Local	97	110	13,4	2,2
Arroz	85	67	-21,2	1,5
Outros	436	305	-30,1	1,6
Bancos	271	292	7,8	1,8
Empréstimos Informais	25	28	12	2,1
Cooperativas de Crédito	59	35	-40,7	1,9

a) Chefes de família foram pedidos a ordenar seu modo de poupança em 1991 de 1 a 7, sendo 1 o mais importante e 7 o menos significativo.

Fonte: McCarty e Burke (2008, p.16)

2.2.1.3 A condução da política macroeconômica

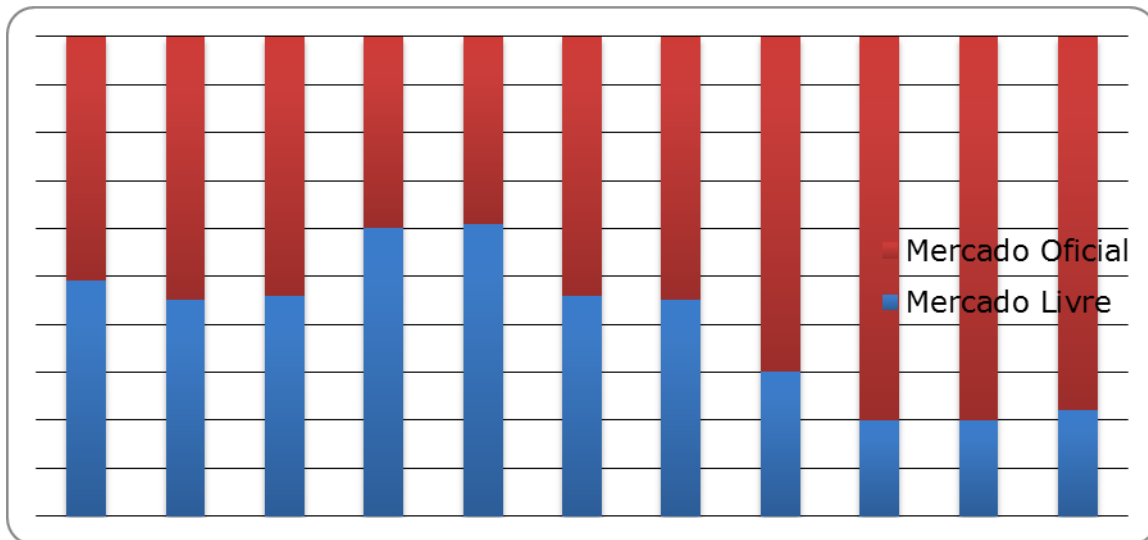
No que diz respeito à política macroeconômica, com a implantação do pacote, o governo procurou tornar mais restritiva a política monetária e menos expansionista a política fiscal. Com relação à política monetária, a intenção foi a de restringir a liquidez da economia, sendo a reforma monetária o instrumento utilizado para isso. Do lado da política fiscal, o intuito foi o de diminuir a transferência de recursos para as empresas estatais. Para isso, uma proposta de restrição orçamentária foi introduzida ao plano de ajuste decretado em 1985. Apesar de fazer avançar a liberalização da economia, os resultados do plano, tanto em relação aos objetivos da política monetária como em relação aos objetivos da política fiscal, não foram os esperados. Com o fim do racionamento, o governo se viu forçado a conceder aumento de salários ao funcionalismo, avançando a monetização da economia e frustrando a

tentativa de redução da liquidez. Além disso, por conta da reforma monetária e do confisco daí decorrente, o governo teve que arcar com despesas extraordinárias (por exemplo, recursos para as empresas estatais afetadas pelo confisco), o que agravou o déficit fiscal. Como resultado de tudo isso, o governo foi obrigado a ampliar o crédito oficial, atendendo às empresas que tiveram recursos confiscados, e a emitir moeda para fazer face às novas despesas (HUNG, 1999).

No que diz respeito à política monetária, o plano falhou na tentativa de restringir a liquidez da economia. O plano, ao permitir a monetização dos salários do funcionalismo e ao forçar o governo a transferir recursos para empresas estatais em dificuldades, levou a um aumento de liquidez na economia. Essa expansão monetária seria ainda mais agravada pelo envolvimento das empresas estatais em atividades operadas fora do âmbito do sistema planejado. Como essas empresas também atuavam no mercado livre, a expansão monetária acabou por fazer com que parte dos recursos monetizados “transbordasse” para fora do sistema financeiro oficial, estimulando ainda mais a especulação (HUNG, 1999). Além disso, com a monetização dos salários, aumentou a renda nominal dos funcionários públicos, o que se traduziu em aumento brusco da demanda no mercado não-oficial. Devido ao relevante peso desse mercado na economia, os índices de inflação foram diretamente afetados (ver **Gráfico 4**). Assim, tanto a monetização da economia como a liberalização dos preços acabaram por favorecer movimentos especulativos, inflando a demanda e realimentando a escalada de preços.

No que diz respeito à política de juros, por herança de um sistema de planificação centralizada, o governo mantinha taxas de juros fortemente negativas. Frente à rigidez dos mecanismos administrativos então adotados, a política monetária pouco pode fazer frente à disparada de preços. Diante do quadro de alta inflação, a política monetária se mostrou passiva.

Gráfico 4. Participação (%) dos preços oficiais e dos preços livres no índice geral de preços, 1978-1988



Fonte: McCarty e Burke (2008, p.13)

Da perspectiva da política fiscal, a reforma também não alcançou os resultados esperados. Isso porque, a mudança de padrão monetário, a despeito do propósito de controlar a liquidez monetária, acabou por prejudicar indiretamente o desempenho das contas públicas. A reforma monetária implicou em um confisco nas contas bancárias das empresas estatais, que, paradoxalmente, obrigou o governo a apoiar financeiramente essas empresas. O propósito inicial dessa medida era o de restringir os recursos destinados por essas empresas (e pelo público em geral) ao mercado não-oficial. Como o Plano de Três Pontos havia propiciado um aumento expressivo de participação das empresas estatais no mercado não-oficial, o confisco foi visto como uma medida capaz de restringir a liquidez nesse mercado, contribuindo para conter a especulação e reduzir a pressão sobre os preços (LEUNG; RIEDEL, 2008). Entretanto, devido ao confisco e a redução das verbas orçamentárias, as empresas estatais ficaram sem recursos financeiros para atender as suas operações ordinárias. O confisco obrigou o governo a socorrê-las, tornando a reforma contraproducente do ponto de vista do déficit fiscal. Assim, o efeito fiscal do pacote, em termos líquidos, acabou representando um ônus para o governo, agravando ainda mais o déficit governamental.

O aumento de salários do funcionalismo público e o crédito concedido às empresas controladas pelo Estado foram, portanto, dois fatores que pesaram decisivamente na condução da política fiscal. Essas medidas fizeram com que as receitas públicas passassem a cobrir apenas 55% das despesas do governo, em 1985, quando um ano antes a cobertura era de 81% (MC CARTY, 1994, apud HUNG, 1999). Este quadro se manteve inalterado nos três anos seguintes, período em que as transferências de recursos das empresas estatais para o

orçamento público decresceram de 10,1% do PIB, em 1986, para 8,4% do PIB, em 1988, ficando abaixo das verbas destinadas pelo governo a essas empresas, equivalentes a 8,5% do PIB. Isso explica a queda relativa das receitas orçamentárias no período, de 13,2% do PIB para 11,3% do PIB. Na ausência de outras fontes de financiamento, o recurso do governo foi afrouxar a política monetária, que novamente se acomodava ao déficit fiscal.

Por fim, o plano também afetaria a administração da política cambial. Por conta da escalada de preços, o governo, que mantinha um regime de câmbio controlado, se viu impedido de aprofundar a política de desvalorizações cambiais (IRVIN, 1994)¹⁸. As desvalorizações eram feitas de modo a impedir a perda de competitividade das exportações. Porém, diante de uma persistente alta de preços, sem divisas e sem acesso a fontes de financiamento externo, o governo vietnamita pautou sua política cambial pela tentativa de manutenção *a posteriori* da paridade cambial. Pressionado pelo ambiente de alta inflação, o governo não pôde intensificar a política de desvalorizações. Portanto, assim como ocorreu com a política monetária e a política fiscal, a política cambial se manteve a reboque da tentativa de estabilização macroeconômica.

2.2.2 O período 1989-1992

2.2.2.1 Liberalização e estabilização

A condução da política macroeconômica no Vietnã se confunde, em boa medida, com a implantação de reformas estruturais na economia. Isso porque, a condução daquela política foi afetada, de forma freqüente, pelas medidas adotadas no bojo das reformas que promoveram a transição de sistema econômico no Vietnã. Medidas como monetização dos salários do funcionalismo público, liberalização de preços e reforma monetária tiveram impacto direto sobre os objetivos da política monetária. A desvalorização e unificação do câmbio (1989), por sua vez, impactaria diretamente a política cambial. Assim, a descrição da política macroeconômica não pode deixar de levar em conta as medidas adotadas na passagem de um sistema de centralismo econômico para um sistema de decisões econômicas isoladas.

Em 1988, o governo iniciaria a implementação de mais uma rodada de reformas. As reformas começaram por aprofundar as transformações já introduzidas no setor agrícola, que

¹⁸ O dólar aumentou de 450 para 4.500 *dongs* no período 1987-1989.

então empregava mais de 60% da força de trabalho do país, garantindo aos agricultores o direito de uso da terra, bem como maior autonomia nas decisões relativas à produção, distribuição e preços. A medida teve como efeito uma rápida elevação na produção agrícola, gerando um choque positivo de oferta. Com isso, nos dois anos seguintes a produção avançou a uma taxa média anual de quase 6%, contribuindo para atenuar pressões sobre os preços (HUNG, 1999). O crescimento da produção de arroz - principal cultura agrícola do país - é emblemático desse avanço, que permitiu ao Vietnã se tornar o terceiro maior produtor mundial do produto em 1990.

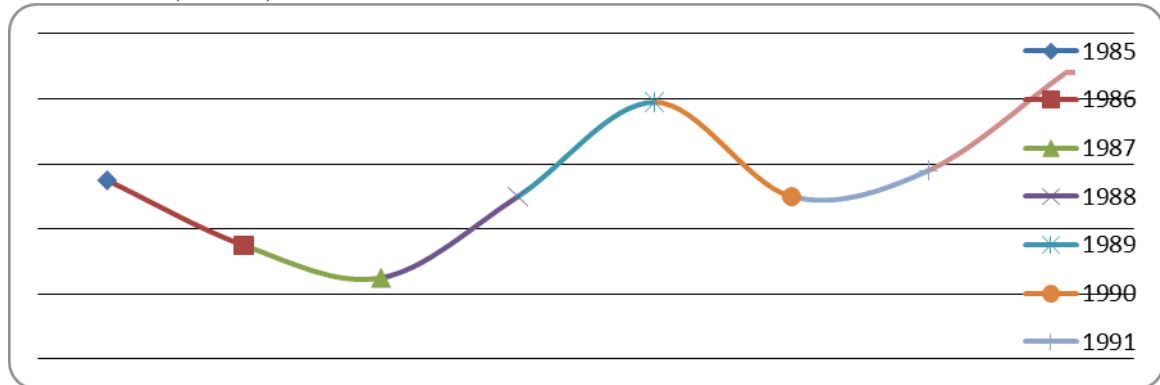
No início de 1989, o governo adotaria diversas medidas visando, simultaneamente, a liberalização da economia e a estabilização de preços. Essas medidas introduziram, de fato, um novo modelo de política macroeconômica. Como veremos adiante, a política monetária assumiu uma orientação marcadamente contracionista, a política cambial se tornou menos errática e a política fiscal se tornou menos expansiva (e melhor focada). Dentre as principais medidas adotadas destacam-se uma quase total liberalização de preços, o estabelecimento de taxas de juros reais positivas, a desvalorização e fixação da taxa de câmbio e a drástica redução de subsídios fiscais. Embora ainda tenha mantido alguns subsídios diretos e o controle de preços sobre eletricidade, carvão e alguns poucos produtos, o governo, com a reforma, virtualmente removeu a maioria dos dispositivos de planificação estatal. Como resultado disso, o sistema de preços livres passou a ser predominante no país a partir desse mesmo ano (FFORDE, 1993). Por outro lado, de modo a controlar o crédito, limites à expansão de empréstimos por parte dos bancos estatais foram estabelecidos. O comércio de ouro também foi liberalizado. A taxa de câmbio foi fixada em um valor próximo ao vigente no mercado de preços livres (MCCARTY; BURKE, 2008). Uma nova lei incentivando a entrada de capitais externos foi introduzida (1988). No que diz respeito ao comércio exterior, uma ampla reforma com forte viés exportador foi implantada. Esse conjunto de medidas impactou de forma decisiva o processo inflacionário então em marcha e lançou as bases para uma retomada do processo de acelerado crescimento da economia.

A medida mais polêmica das reformas, em termos da eficácia de combate à inflação, foi a decretação de um congelamento salarial em 1989 (HUNG, 1999)¹⁹. Ainda às voltas com uma taxa de inflação que alcançara 374% em 1988, o governo estabeleceu um rigoroso controle sobre os salários. Este controle salarial ajudou a reduzir pressões de demanda,

¹⁹ Hung cita, especificamente, a decretação de um congelamento de salários. Não foram encontradas outras indicações relativas à essa medida, mas apenas indicações quanto à imposição de controle salarial (p.ex., Mccarty e Burke, 2008:10)

impactando positivamente os índices de preços. Entretanto, essa medida, a despeito de ter reduzido a inflação para “apenas” 95% em 1989, provocou uma forte contração no consumo. Em decorrência desta queda no consumo, a produção industrial se contraiu em 1989, recuando quase 3%. Com isso, a taxa de crescimento do PIB, que se elevara a quase 8% em 1989, se reduziu a 5% no ano seguinte (ver **Gráfico 5**).

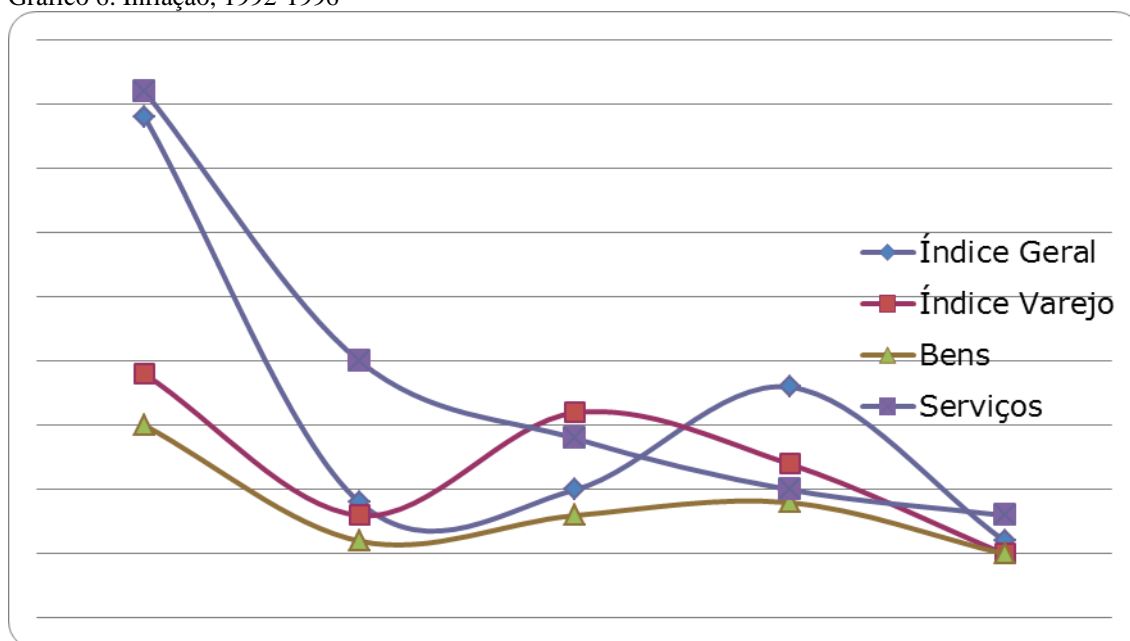
Gráfico 5. PIB (% anual)



Fonte: FMI, 1998

Em 1992, mesmo com a economia já crescendo em ritmo mais intenso, a inflação desacelerou. Apesar da taxa ainda ter alcançado um patamar relativamente elevado, alguns índices setoriais já indicavam um arrefecimento mais acentuado do processo inflacionário. Com a adoção do regime de âncora cambial, e por conta da abertura comercial, os preços dos produtos *tradables* foram os primeiros a se estabilizar.

Gráfico 6. Inflação, 1992-1996



Fonte: FMI, 1998

O **Gráfico 6** mostra que, apesar do índice geral de preços ter se situado em 37,7% em 1992, o índice de preços de varejo já havia recuado para 17,5% no mesmo ano, com destaque para o índice de alimentos que se situou em apenas 7,8%. Em contrapartida, os preços do setor de serviços permaneceram acima dos preços dos bens em geral, só convergindo para um patamar inferior a 10% ao ano em 1996, ou seja, três anos após o índice geral de preços já ter atingido este patamar. Isso sugere que a abertura comercial exerceu pressão sobre os preços internos, mantendo-os abaixo dos preços que não sofriam tal pressão.

O fato do preço dos *tradables* ter recuado antes do preço dos *non-tradables* indica o impacto da estabilidade cambial e da abertura comercial e financeira sobre o comportamento dos preços internos. Como a oferta de serviços não era afetada pela concorrência externa, os aumentos de preços desse setor não responderam de imediato ao novo quadro. Não obstante o forte recuo da taxa de inflação do varejo, os preços do setor de serviços avançaram mais de 40% em 1992, bem acima dos preços dos bens em geral, que aumentaram cerca de 10%. Em 1993, apesar de a taxa de inflação ter sido de apenas 8,4%, os aumentos de preços do setor de serviços ainda avançaram quase 20%. Essas evidências reforçam a noção de que o nível de preços só se estabilizou após o ajustamento do setor externo. Somente com a consolidação de um ambiente de estabilidade cambial a inflação foi completamente controlada.

2.2.2.2 A condução da política macroeconômica

De modo a promover o desmanche do processo inflacionário, o governo claramente redefiniu a condução da política macroeconômica. Em primeiro lugar, o governo instituiu um regime de âncora cambial. Em 1989, o governo modificou o sistema de taxas múltiplas de câmbio, então em vigor, unificando as diferentes taxas praticadas. Antes, porém, desvalorizou a moeda e adotou, graças à maior disponibilidade de divisas, um regime de câmbio semi-fixo (MCCARTY; BURKE, 2008; IRVIN, 1994). A adoção desta nova política cambial só foi possível graças ao forte ingresso de divisas que passou a ocorrer com a implantação das reformas institucionais. A partir das reformas, aumentaram consideravelmente os fluxos de capital estrangeiro, notadamente capitais asiáticos e remessas de emigrantes. Com o aumento do fluxo, se viabilizou a instituição do regime de âncora cambial. A estabilidade do câmbio, associada ao maior controle monetário, representaria então uma importante barreira à alta de preços. Prova disso foi o fato de que já em 1990 a taxa de inflação caía para 36%, após ter registrado taxas de três dígitos nos cinco anos anteriores.

A segunda modificação na PMCP foi a instituição de política fiscal mais austera. A partir do ajuste fiscal efetuado a partir de 1988, se restringiu sensivelmente a transferência de recursos orçamentários que beneficiava as empresas estatais. Graças a imposição do ajuste fiscal, os gastos públicos se reduziram de 14,1% do PIB, em 1988, para 12,3%, em 1989, se mantendo relativamente constantes nos cinco anos seguintes. Além dessa economia de gastos, o governo iniciou um programa de enxugamento da máquina estatal que reduziu drasticamente o número de empresas controladas pelo estado. Em um período de menos cinco anos, mais de 6.000 empresas foram fechadas, o que reduziu o número de funcionários que recebiam salários do governo em mais de um milhão (MALLON; IRVIN, 1997). Ao mesmo tempo, o governo introduziu uma nova legislação tributária que aumentou consideravelmente a transferência líquida de recursos provenientes das empresas. Com isso, em 1993, essas transferências alcançaram 11,2% do PIB, aumentando de quase zero em 1988. Essas mudanças introduzidas na política fiscal tiveram por resultado uma expressiva diminuição do déficit público. De 7% do PIB, em 1988, o déficit passou a corresponder a menos de 1% do PIB, em 1993, implicando menor pressão sobre a política monetária.

Juntamente com essa nova política fiscal, duas alterações importantes na condução da política monetária foram introduzidas. A primeira foi o aumento da taxa de juros, tornando-a positiva (ver **Tabela 10**). O estabelecimento de uma taxa de juros real positiva surtiu um

duplo efeito: de um lado, incentivou a poupança das famílias, contribuindo para um arrefecimento da demanda²⁰. De outro lado, ajudou o governo a reduzir subsídios indiretos - uma taxa de juros real negativa favorecia as empresas estatais, principais beneficiárias do crédito concedido pelos bancos oficiais - acarretando uma economia de gastos. Assim, o resultado da primeira alteração - o aumento da taxa de juros - foi uma menor pressão sobre os preços e sobre as despesas do governo.

Tabela 10. Taxas de Juros Reais para Empréstimos / Nível de Poupança, 1986-1993

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Taxa mensal	-6,6	-5,8	-5,8	1,2	0,0	-0,2	3,3	2,7
Poupança (% PIB)	-1,7	-1,1	-2,0	5,1	6,8	9,5	11,2	7,2

Fonte: Irvin, 1994 APUD BM, 1994

A segunda alteração importante ocorreria em 1992, quando o governo passou a recorrer à emissão de títulos. Podendo recorrer ao endividamento, ao invés de só depender da emissão de moeda, a política monetária passou a dispor de maior autonomia em face da política fiscal. O resultado foi uma melhora na regulação da oferta de moeda e a condução de uma política monetária mais ativa.

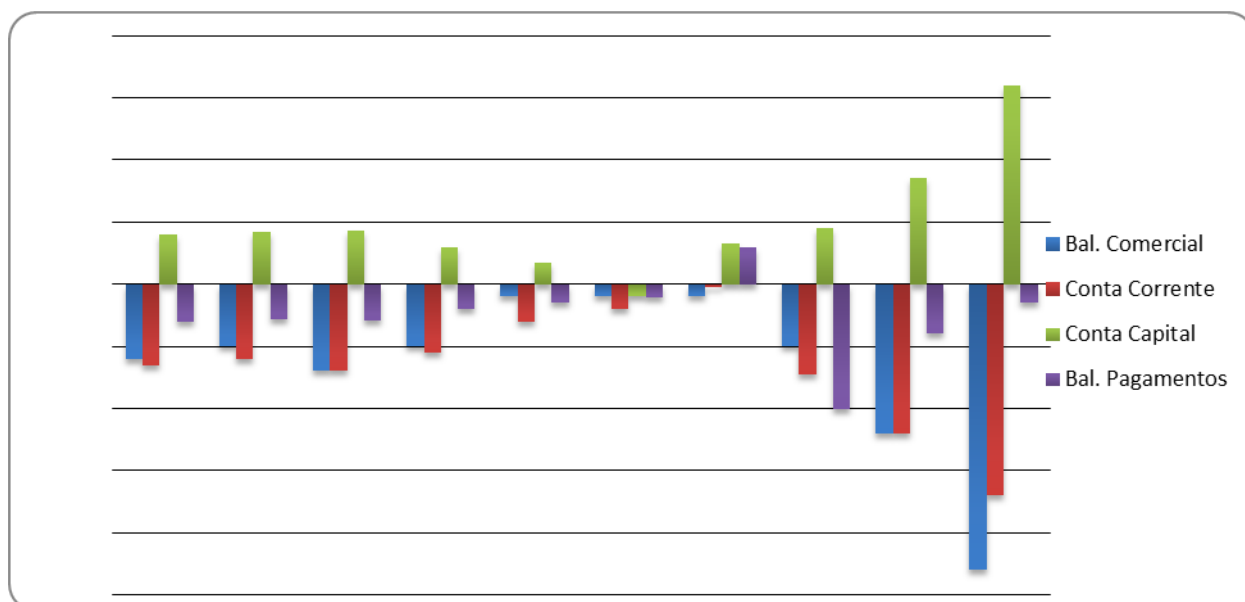
Registre-se, ainda, que as duas iniciativas acabaram por gerar um efeito colateral positivo sobre o sistema financeiro: um aumento do *funding* bancário, resultado da migração de recursos de fontes de “fora do sistema”. Com o aperto na política monetária houve uma transferência de recursos de poupadores informais - que até então retinham excedentes na forma de ativos reais - para o caixa dos bancos. Devido a essa migração, ficou mais fácil para o governo recorrer ao mercado interbancário, onde passou a promover a venda de títulos públicos.

A despeito do papel central do regime de âncora cambial frente à alta de preços, vários trabalhos (FMI, 1999; BM, 1995), apontam o aperto da política monetária como um dos fatores cruciais para a interrupção do circuito especulativo. Segundo essa interpretação, a atratividade da taxa de juros, por interromper a corrida por ativos reais, se constituiu no

²⁰ Parte considerável da poupança das famílias era constituída pela retenção de estoques de bens. (Cf. MCCARTY; BURKE, 2008)

principal fator responsável pelo fim da especulação. A idéia geral que sustenta essa visão é que, dada a perspectiva de maior ganho financeiro decorrente do aumento das taxas, a manutenção de estoques se tornaria pouco interessante, o que favoreceria a desova de produtos. O suposto é que, no caso do Vietnã, com o aumento da taxa de juros, houve uma reavaliação do custo de oportunidade por parte dos agentes econômicos, que passaram a preferir o ganho financeiro à manutenção de estoques. No caso, a elevação das taxas de juros, ao desestimular a corrida por ativos reais, desincentivou a especulação no mercado de bens, favorecendo decisivamente a estabilização dos preços.

Gráfico 7. Balança de Pagamentos (1986-1995)



Fonte: Hung (1999), FMI (1998)

Juntamente com as mudanças introduzidas na política monetária e cambial, a alteração do regime de comércio exterior também desempenharia um papel importante no processo de estabilização de preços. Até o estabelecimento da Lei de Impostos de Exportação e Importação, em 1989, o Vietnã enfrentava um quadro de grave escassez de divisas. Esse constrangimento tinha por causa um elevado déficit na balança comercial e uma virtual ausência de financiamento externo. O fim do sistema de cotas de exportação implicou em uma rápida mudança nesse contexto. Com o novo regime comercial, o déficit foi virtualmente eliminado e a entrada de capital estrangeiro foi francamente incentivada (Ver **Gráfico 7**). Isso possibilitou um expressivo ganho em termos de disponibilidade de divisas e de aumento na oferta de produtos. A liberalização comercial, embora seletiva, também propiciaria uma maior

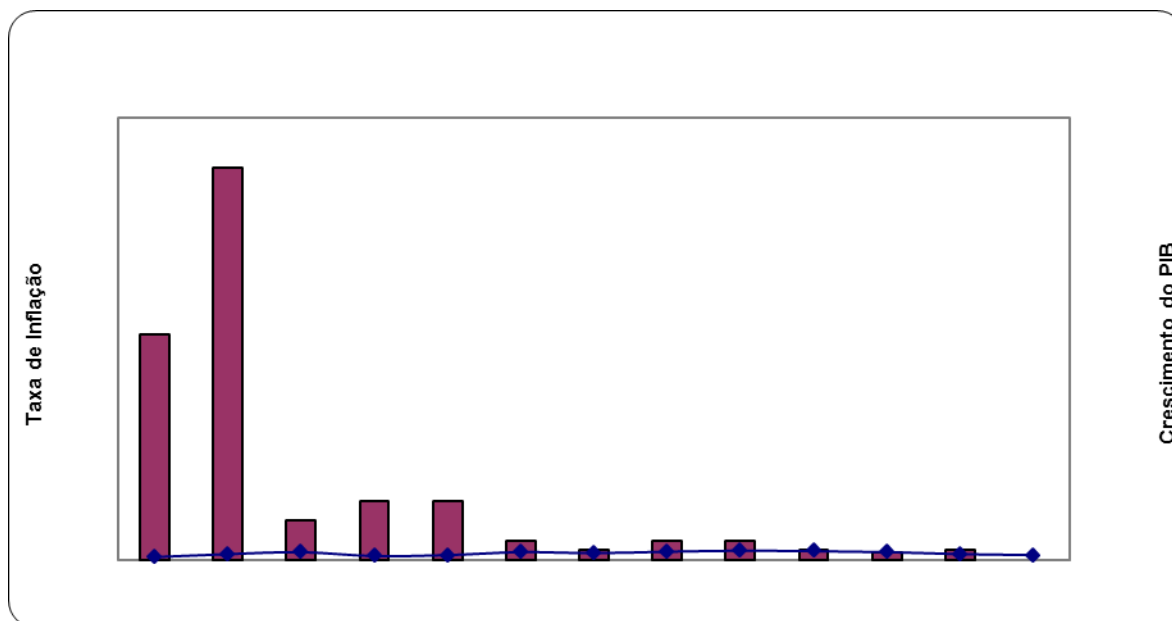
exposição das empresas locais à concorrência externa, fazendo com que a combinação câmbio estável/abertura comercial operasse a favor da estabilidade de preços.

Apesar do êxito inicial das reformas, a inflação viria a recrudescer em 1991, superando a marca de 80%. Uma acentuada desvalorização do *dong*, em 1992, acarretaria fortes reajustes nos preços domésticos, impactando diretamente os índices de preços (IRVIN, 1994). Desta vez, porém, o contexto macroeconômico já não incluía o déficit fiscal e o desequilíbrio externo, fatores que estiveram presentes na crise inflacionária da década anterior. Conduzindo uma política monetária que sustentava taxas de juros positivas, e já registrando um fluxo positivo de divisas externas, o governo decretou um novo congelamento de salários, em 1992, desta vez no intuito de cancelar a espiral preços-salários que realimentava a alta de preços (HUNG, 1999). Interrompendo a inércia inflacionária, o congelamento salarial contribuiria de forma decisiva para combater a alta de preços, fazendo com que a taxa de inflação se reduzisse para 37% em 1992.

A partir da redução mais consistente da inflação, o ritmo de crescimento econômico acelerou fortemente. Ainda em 1992, o PIB viria a se expandir em quase 9%, iniciando um período de rápido crescimento e baixa inflação que se estenderia até a eclosão da Crise Asiática.

2.2.3 O período 1993-1997

Concomitantemente a drástica queda da inflação – em 1993 a taxa se reduziu para 8,4% - a economia vietnamita iniciou uma fase de alto dinamismo econômico. No período 1993-1997, as taxas de crescimento do PIB se mantiveram acima da marca de 8% ao ano, demonstrando com isso como o conjunto de reformas, associado à estabilização de preços, favoreceria a economia vietnamita na direção a um crescimento rápido e sustentável. Este ritmo veloz de crescimento se manteria até 1997, quando a Crise Asiática afetaria os principais parceiros comerciais do país (Ver **Gráfico 8**)



Fonte: BM, 1987

2.2.3.1 O contexto externo

Além das reformas que transformaram o sistema econômico vietnamita, quatro acontecimentos ocorridos no plano da política externa exerceram decisiva influência sobre os rumos da política econômica nesse período. São eles:

- 1- A queda da URSS e o fim da guerra com o Camboja (1991)
- 2- O fim do embargo comercial norte-americano (1994)
- 3- A aceitação do país como membro da ASEAN (1995)
- 4- A eclosão da Crise Asiática (1997)

Desde o fim da Guerra do Vietnã (1974), os EUA impuseram um rigoroso embargo econômico ao novo governo comunista do país. Impedidos de comercializar seus produtos no mercado norte-americano, e de negociar com empresas daquele país, os vietnamitas também se defrontavam com barreiras à entrada nos mercados mais próximos. As restrições que o Vietnã sofria da parte dos países vizinhos ficaram explícitas quando a ASEAN ratificou, em

1976, o Tratado de Amizade e Cooperação, com um forte viés de oposição ao governo comunista do país.

Apesar de contar com ajuda econômica da antiga União Soviética, o vínculo com aquele país limitava para o Vietnã o acesso ao mercado internacional de crédito. A ajuda soviética se fazia apenas sob a forma de fornecimento de bens para empresas, sendo pequena a transferência de recursos financeiros (MCCARTY; BURKE, 2008). Além disso, o embargo norte-americano impedia ao país o acesso às agências multilaterais de financiamento. Internamente, tudo isso se traduzia num quadro de escassez de divisas e de restrição comercial externa.

Em 1991, com a queda da URSS, principal condicionante das relações externas do Vietnã, o quadro político se alterou substancialmente. Extinta a aliança do país com o regime soviético, as relações diplomáticas com os EUA foram restabelecidas (1995) e, a partir daí, os entraves econômicos decorrentes do embargo foram eliminados. Apesar da interrupção da ajuda soviética, os ganhos do Vietnã com a normalização das relações comerciais com os países capitalistas, principalmente os países vizinhos, foram largamente compensadores.

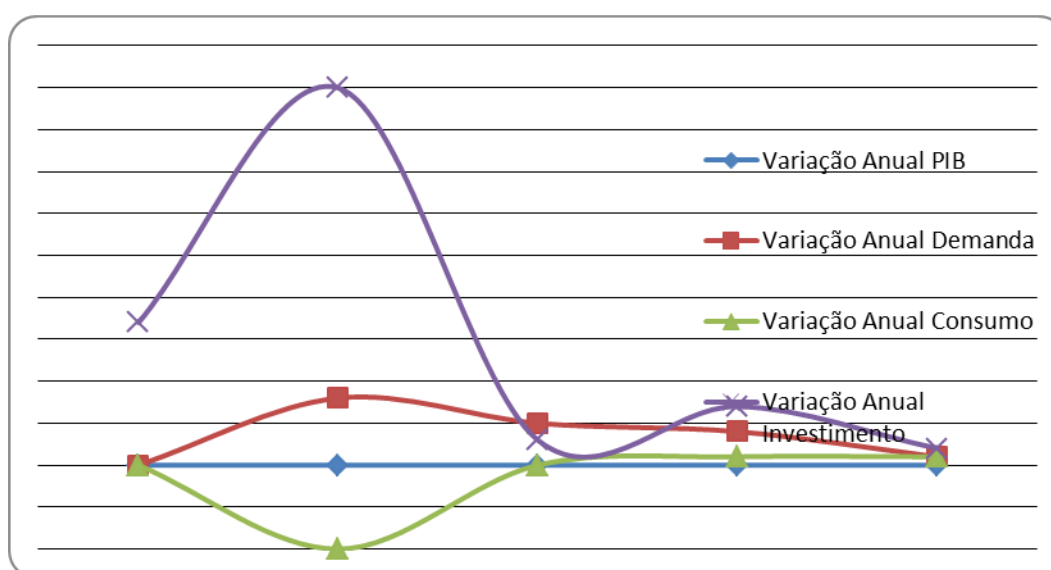
Além dos benefícios advindos dessa mudança, a paz com o Camboja, em 1991, também viria a propiciar a abertura de novas perspectivas para o país. O fim dos conflitos também permitiria a desmobilização de um aparato militar que consumia recursos orçamentários consideráveis. Estabelecida a paz, os gastos com a manutenção de um grande contingente militar foram atenuados, reduzindo-se a pressão sobre o orçamento do governo. O fim da guerra possibilitou a normalização das relações com a China e a intensificação das relações com os demais países vizinhos, abrindo o caminho para a entrada de investimentos diretos desses países.

Em 1995 o Vietnã foi aceito como membro pleno da ASEAN. Essa aceitação viria a propiciar um crescimento ainda mais intenso das exportações do país e um aumento sem precedentes no fluxo de investimentos estrangeiros. Dois anos mais tarde, no entanto, a Crise Asiática viria a alterar radicalmente esse quadro. A crise reduziria de forma abrupta a entrada de capitais estrangeiros no país, impactando as principais variáveis macroeconômicas. Como reflexo da crise, o PIB, a inflação, o câmbio e as exportações foram diretamente afetados.

2.2.3.2 Os condicionantes internos do crescimento econômico

No plano interno, superada a fase de alta inflação, a economia vietnamita iniciou em 1993 uma fase de forte expansão. Avançando a um ritmo médio de quase 9% ao ano, a economia sustentou um ciclo de rápido crescimento que se prolongou até a eclosão da Crise Asiática (1997).

Gráfico 9. Determinantes do PIB



Fonte: FMI, 1998

Para avaliarmos o papel da política macroeconômica frente à evolução do PIB neste período, vejamos, inicialmente, o comportamento dos principais determinantes do PIB frente a essa evolução (**Gráfico 9**). A exemplo do que ocorreu em outras economias asiáticas, vista sob a ótica da demanda agregada, também no Vietnã as exportações foram o principal protagonista do processo de crescimento econômico. Desde a promulgação da “Lei de Impostos sobre Exportação e Importação, em 1989, e da unificação e desvalorização da taxa de câmbio oficial, em 1990, as exportações vietnamitas passaram a crescer muito velozmente. O desempenho das exportações fez com que estas saltassem de 28,8% do PIB, em 1993, para 43,1%, em 1997 (FMI, 1999). Duas observações podem bem dimensionar esse avanço. A primeira refere-se à própria magnitude do avanço, de cerca de 150 % (a dólares constantes). A segunda refere-se a um exercício de comparação: enquanto no Vietnã, há dez anos, as

exportações correspondiam a quase 55% do PIB, no Brasil, uma das dez principais economias do mundo, as exportações, após mais de oito anos (2000-2008) crescendo a uma taxa média anual próxima a 15% ao ano, representavam, em 2008, menos de 15% do PIB.

A análise dos dados estatísticos [(BM, 1998); (FMI, 1998, 2000, 2002)] da economia vietnamita do período 1993-97 revela que a rápida expansão das exportações vietnamitas está relacionada, basicamente, a dois fatores: aos investimentos estatais e à entrada de capitais estrangeiros. Isso porque, como veremos a seguir, ambos foram fortemente direcionados à produção para o mercado externo e compõe boa parte do capital investido nos setores exportadores. A Lei do Investimento Estrangeiro atraiu deliberadamente capitais estrangeiros para esses setores e o governo investiu pesadamente nos setores industriais cujo mercado consumidor era o comércio externo. Como resultado disso, as exportações do Vietnã saltaram de US\$ 2,6 bilhões, em 1993 para mais de US\$ 9 bilhões em 1997, um crescimento nominal de 246%, ou cerca de 35% ao ano (FMI, 1999).

A análise dos determinantes do PIB vietnamita nesse período também revela que o investimento foi a segunda variável que apresentou o maior crescimento relativo dentre os componentes do PIB (ver **Gráfico 8**). Enquanto o PIB avançou a uma taxa acumulada de 52% no quinquênio 1992-1996 (média anual de 8,7 %), o investimento se elevou em cerca de 120% nesse mesmo período (média anual de 16,5 %) (FMI, 1998). Com isso, o investimento passou a ter uma participação de 27% na composição do PIB vietnamita em 1996, superando em 50% o resultado de quatro anos antes.

O crescimento do investimento deve ser creditado, em primeiro lugar, ao aumento dos investimentos estatais. As descobertas de novas jazidas petrolíferas no litoral vietnamita, ocorridas no final da década de 80, incentivaram o governo a investir pesadamente no setor de extração de petróleo, elevando o investimento estatal a marca de 6,6% do PIB em 1996. O elevado montante de investimentos nesse setor, por si só, explica o crescimento da variável investimento como um todo. Não obstante a política de desmobilização de empresas empreendida pelo governo, o setor petrolífero passou a ser destinatário privilegiado dos investimentos estatais, passando a compor, em 1996, quase 2/3 do PIB gerado pelo Estado (FMI, 1998).

Portanto, não só pela ótica da demanda agregada, mas também sob a ótica da propriedade do capital, o rápido crescimento do PIB deve ser creditado, primordialmente, ao desempenho das empresas do setor público. Os altos investimentos requeridos pelo setor petrolífero e a necessidade de inversões nos setores de transporte e energia elétrica contribuíram fortemente para uma rápida expansão do setor público, cujo crescimento

acumulado foi de 80% no período 1993-1997 (média anual em torno de 12,5%). A parcela do PIB em mãos privadas, por seu turno, avançou cerca de 40% no mesmo período (média anual de 6,8%), fazendo com que a sua participação no PIB do Vietnã recuasse de 65%, em 1993, para cerca de 60% em 1997 (FMI, 1999).

Em segundo lugar, o crescimento do investimento está também vinculado ao que ocorreu com o investimento direto estrangeiro (IDE). Ao final da década de 1980, o governo havia promovido mudanças na legislação (Lei do Investimento Estrangeiro, de 1988), incentivando a entrada de capital estrangeiro. Com o fim da guerra com o Camboja (1991), com a normalização das relações diplomáticas com os países vizinhos e com os EUA (1994) e com a entrada na ASEAN (1995), o país passou a receber um fluxo crescente de capitais estrangeiros, principalmente de Cingapura, Taiwan, Hong Kong, Coreia do Sul e Japão. Capitais provenientes desses países se tornaram os principais responsáveis pelo aumento na participação do investimento direto estrangeiro no PIB. Assim, enquanto em 1992 o participação do IDE no PIB vietnamita mal ultrapassava 2%, correspondente a um fluxo de divisas de pouco mais de US\$ 260 milhões, a entrada de US\$ 1,8 bilhões, em 1996, elevou aquela participação a quase 8% do PIB (FMI, 1998).

Dentre os setores beneficiários dos investimentos estrangeiros destacam-se o setor industrial - principalmente petróleo, vestuário e calçados - e o setor de serviços (ver **Tabela 11**). O Vietnã, que até o final da década de 80, tinha uma economia fortemente calcada na produção agrícola, passou, na entrada da nova década, a basear sua expansão econômica nos setores industrial e de serviços. Com isso, em 1996, esses dois setores passaram a compor mais de 70% do PIB do país, se constituindo também nos principais receptores dos novos fluxos de capitais.

Indústria	24,2	13,5	27,5	41,5	36	39,6	43,7	36,8
Petróleo e Gás	11	21,1	42,4	29	19,8	14,2	0	16,8
Construção	14,4	2	5	3,4	6,3	14,2	9	8,6
Transporte, comunicações	7,4	9,6	2,6	6,4	4,9	1,4	2,1	3,8
Imobiliário	23,1	17,3	12,2	14,9	25,8	23,6	23,1	21,4
Agricultura, florestamento e pesca	8,7	3,8	3,1	2,9	6	5,9	12,4	6,9
Outros	11,3	32,7	7,2	1,9	1,2	1	9,7	5,7

Fonte: FMI, 1998

O caso da indústria do vestuário é emblemático desse novo quadro. Isso porque, o desenvolvimento dessa indústria revela um aspecto crucial que envolve a entrada de capitais no Vietnã. O aspecto se relaciona à confluência de fatores internos e externos em favor da emergência do setor industrial no país. Por dispor de um grande contingente de mão-de-obra barata e treinada, e estando próximo a importantes centros produtores de matérias-primas (Coreia do Sul e Taiwan), o Vietnã oferecia amplas vantagens comparativas no que se refere à indústrias de baixo valor agregado que buscavam competir globalmente. Por conta disso, essas indústrias atraíram o interesse de capitais asiáticos, que buscavam relocar indústrias de setores trabalho-intensivos, então pressionados pelo aumento do custo da mão-de-obra em seus países de origem (GERREFFI, 1999). Com a entrada de investidores estrangeiros no setor de vestuário e de calçados, esses produtos passaram a se constituir nos principais itens da pauta de exportações vietnamita. As vendas externas desses produtos alcançaram US\$ 1,6 bilhão em 1996, cerca de 23% do total exportado pelo país, se constituindo, assim, na principal fonte de receita oriunda de exportações.

2.2.3.3 A condução da política macroeconômica

A perspectiva de estabilidade monetária colocaria a condução da política macroeconômica sob um novo eixo: a promoção do crescimento econômico. A exposição do seu contorno revela como isso ocorreu

Na análise da política fiscal, três aspectos, pela sua influência no crescimento do PIB, devem ser ressaltados. O primeiro é o impacto do investimento estatal sobre o crescimento econômico vietnamita. Como já mencionado, a ênfase da política fiscal em gastos de capital, ao invés de gastos de custeio, ajuda a explicar o desempenho do PIB no período. O segundo refere-se ao crescimento dos gastos com educação, que saltaram de 1,4% do PIB, em 1992, para 2,1% do PIB, em 1996, o que representa um aumento real deste tipo de despesa de mais de 200% no período. Assim, gastos com investimentos e com educação despontam como os componentes do PIB que apresentaram o maior crescimento, em termos relativos, da despesa pública. O terceiro aspecto, de caráter mais sistêmico, diz respeito à evolução do balanço fiscal. De um déficit de 5,5% do PIB, em 1993, o resultado fiscal recuou para um déficit de 1,7%, em 1997. No mesmo período as receitas avançaram de 19% do PIB para 23,6% do PIB. Ao mesmo tempo, as despesas públicas se mantiveram constantes, no patamar de 24% do PIB. Em suma, a análise do comportamento do balanço fiscal deixa claro que a política fiscal vietnamita foi hábil em perseguir uma melhora no resultado das contas públicas, sem precisar descartar o objetivo estratégico de apoiar o processo de desenvolvimento econômico. Assim, a política fiscal foi bem sucedida em preservar um déficit fiscal moderado, ao mesmo tempo em que possibilitou um fortíssimo avanço das despesas de capital.

No que se refere à política cambial, o governo manteve um regime de câmbio semi-fixo²¹, que desempenharia o papel de uma âncora cambial. Por conta disso, a política cambial permitiu uma valorização cambial importante a partir de 1993. Assim, uma conjuntura de clara apreciação cambial incentivaria o crescimento das importações, tornando a conta corrente do balanço de pagamentos crescentemente negativa. Ao mesmo tempo, a combinação de uma política de âncora cambial com uma política monetária apertada viria a alargar o diferencial entre a taxa de juros interna e as taxas externas, incentivando as empresas a assumirem dívidas em moeda estrangeira (LEUNG; RIEDEL, 2008). Adicionalmente, a consolidação do quadro de estabilidade macroeconômica e a normalização de relações com o

²¹ O mercado cambial era controlado administrativamente pelo governo, que estabelecia preços e limites quantitativos de compra e venda de moeda estrangeira.

exterior fariam com que a entrada de IDE e as transferências unilaterais se intensificassem. Assim, frente à deterioração da conta corrente, o equilíbrio do balanço de pagamentos seria mantido graças ao aumento das transferências unilaterais e à melhora da conta de capital.

No tocante a política monetária, uma estratégia contracionista para a taxa de juros contribuiu para controlar pressões inflacionárias e ampliar a colocação de títulos do governo no mercado. A inflação anual se manteve abaixo de um dígito no período analisado, com exceção de 1995. Aproveitando a atratividade das taxas, o BEV, que havia introduzido o leilão de títulos públicos, em 1992, intensificaria a emissão e venda de obrigações do Tesouro, o que permitiria ao governo se financiar integralmente através do mercado de títulos (Hung, 1999). A expansão do mercado de títulos públicos possibilitou ao governo multiplicar por trinta (!), no período 96-97, o estoque de Notas do Tesouro vietnamita em mãos do público. Graças a isso, o recurso a emissão de moeda passou a ser evitado.

A partir de 1994, com a drástica queda da inflação, a taxa de juros seria fortemente reduzida. As taxas de juros reais para empréstimos de capital de giro caíram de uma média mensal de 1,8%, em 1993, para 0,7%, em 1994 (FMI, 1998: AE p.28). Tão logo a inflação cedeu, se reduzindo para 8,4% em 1993, a política monetária passou a contemplar taxa de juros nominais abaixo do patamar de dois dígitos.

Em linha com a flexibilização da política monetária, o crédito doméstico aumentou de forma drástica. Entre 1992 e 1996, a expansão do crédito alcançou quase 300% (FMI, 1999), já com forte presença de capitais privados (ver **Tabela 12**). Apesar de uma mais diversificada distribuição de recursos, já não tão concentrados nas empresas estatais, a falta de cautela na concessão de crédito prejudicou sensivelmente o resultado dos bancos. Estes passaram a enfrentar uma altíssima inadimplência, que em 1996 alcançaria 12,7% do total de empréstimos concedidos.

Tabela 12. Distribuição de crédito, 1994-1997

	Em porcentagem de crédito não governamental			
	1994	1995	1996	1997
Total de créditos não governamentais	100	100	100	100
<i>Sendo: Empréstimos em moeda estrangeira</i>	38,6	38,7	36,6	32,9
Crédito concedido por bancos comerciais estatais	82,8	79,6	75,5	76,8
Para empreendimentos do Estado	55,8	49,3	43,4	42,1
<i>Sendo: Empréstimos em moeda estrangeira</i>	25,9	23,4	20,7	17,1
Para Outros Setores:	27	30,3	32,1	34,7
<i>Sendo: Empréstimos em moeda estrangeira</i>	2	2,4	1,5	2,2
Crédito concedido por bancos comerciais estatais	17,2	20,4	24,5	23,2
Para empreendimentos do Estado	7,2	7,6	9,4	8,8
<i>Sendo: Empréstimos em moeda estrangeira</i>	5,4	6,1	7,1	6,4
Para Outros Setores:	10	12,8	15,1	14,4
<i>Sendo: Empréstimos em moeda estrangeira</i>	5,2	6,8	7,3	7,2

Fonte: FMI, 1998, p. 26

Apesar da alta exposição ao risco a que estavam submetidos os bancos vietnamitas, em especial, os estatais, isso não representou ameaça maior à condução da política monetária. Como veremos adiante, a Crise Asiática não afetou o setor bancário vietnamita na mesma medida que afetou os países vizinhos, não obrigando o governo a promover maiores intervenções.

2.2.4 O período 1998-2006

2.2.4.1 O contexto externo

No início de 1997, o processo de liberalização comercial e financeira global havia elevado a níveis sem precedentes os volumes de capital envolvidos no comércio internacional e nas transferências financeiras entre países. Desde o início da década de 1990, com a liberalização das contas de capital dos países asiáticos, capitais financeiros passaram a migrar para as chamadas economias asiáticas emergentes, aproveitando os diferenciais de taxas de juros entre as economias desenvolvidas e aquelas primeiras²². Em vista de uma taxa de câmbio claramente desvalorizada nos países asiáticos, e do fato de esses países manterem, em sua maioria, regimes de câmbio controlado, aqueles capitais se aproveitaram do menor risco cambial representado por essa condição, investindo em títulos financeiros de curto prazo nesses países, e também em seus mercados acionários. Em 1996, os fluxos de capital para a Ásia alcançaram um ingresso de US\$ 96 bilhões.

Não obstante a manutenção de um regime de câmbio controlado, os índices de preços desses países acumularam variações positivas relativamente maiores do que aquelas verificadas nos EUA e nos países europeus, principalmente no período 1995-97²³. O efeito mais evidente desse movimento foi uma persistente valorização real das moedas dos países do Sudeste Asiático, com reflexo sobre a balança comercial desses países. Em função disso, déficits em conta corrente da ordem de até 12% do PIB se tornaram freqüentes, passando a ser financiados via conta de capital. Frente a esse contexto de vulnerabilidade financeira externa, o fluxo de capitais se inverteu, em 1997, mudando para uma forte saída. No biênio 1997-1998, a evasão na Coreia do Sul foi de US\$ 49 bilhões, na Tailândia, de US\$ 27 bilhões, e na Indonésia, de US\$ 28 bilhões (FMI, 2001; 2001a; FMI, 2002).

Diante dessa brusca inversão nos fluxos de capitais, e dado o fato de que esses países mantinham regimes de câmbio fixo, as autoridades monetárias desses países se defrontaram com a contingência de vender reservas cambiais. Devido ao insucesso da tentativa – a fuga de capitais drenou boa parte das reservas desses países –, a alternativa foi a adoção de um regime de câmbio flutuante. Essa opção, no entanto, acarretaria acentuada desvalorização da moeda

²² Na verdade, a migração intra-regional de capitais começou na década de 1960, com a entrada de IDE (japônês) nos chamados Tigres Asiáticos. (Cf. YAMAZAWA, 2008)

²³ Japão e Cingapura foram as exceções mais notáveis.

desses países, uma vez que as saídas de capitais continuaram muito intensas mesmo após a adoção do novo regime cambial.

O resultado da fuga de capitais, em quase todos os países da região, foi, além da desvalorização cambial, uma forte queda do PIB. Coréia do Sul, Tailândia e Indonésia recorreram ao auxílio do FMI, e tiveram que adotar políticas macroeconômicas fortemente contracionistas. Como consequência da saída de capitais, uma crise de crédito se estabeleceu nos países da região, reduzindo a atividade produtiva, restringindo os investimentos e comprometendo a continuidade do crescimento.

A despeito desse contexto de graves dificuldades cambiais e quedas generalizadas do PIB, a região viria a se recuperar rapidamente. Em 1999, todas as principais economias do Sudeste Asiático conseguiriam retomar o crescimento econômico, embora em níveis abaixo dos níveis pré-crise. Evidência disso foi que neste ano a taxa de crescimento médio dos países da ASEAN superou 5% (FMI, 2001). Com um breve interregno em 2001, devido à turbulência provocada pelos atentados terroristas perpetrados contra os EUA²⁴, e à queda dos mercados acionários provocada pela venda maciça de ações de empresas do setor de informática, os países emergentes da Ásia, na primeira metade deste século, voltaram a crescer fortemente, com destaque para China, Índia e Vietnã.

2.2.4.2 O impacto da Crise Asiática na economia vietnamita

O Vietnã chegou a registrar um déficit em conta corrente equivalente a 12,8% do PIB, em 1995. Em 1996 e 1997, o déficit equivaleu a 9,9% e 6,2% do PIB, respectivamente (FMI, 2002). Não obstante a magnitude do déficit, a Crise Asiática não atingiu o Vietnã da mesma forma que o fez com alguns países vizinhos. Apesar dos seus efeitos danosos, a crise atingiu a economia vietnamita em menor grau de impacto. Dois motivos, basicamente, concorreram para isso: em primeiro lugar, a entrada de capitais de curto prazo não foi tão intensa no Vietnã como o foi nas economias vizinhas. Assim, não havia volumes muito grandes a sair. O Vietnã manteve um mecanismo de controle de capitais que, mesmo com a liberalização em marcha, foi restritivo à entrada de capitais de curto prazo, ao contrário do que ocorreu em outras economias (LEUNG; RIEDEL, 2008). O mecanismo de controle, apesar de permeável à entrada de IDE, não mantinha a mesma liberalidade com relação à entrada de capitais de curto prazo. Além disso, o mercado acionário, outra potencial fonte de turbulência, ainda não estava

²⁴ O ataque ao World Trade Center, em Nova Iorque, e ao Pentágono, em Washington, foram os dois principais atentados terroristas que atingiram diretamente os EUA, em 11 de setembro de 2001..

estabelecido no Vietnã, o que só ocorreria em 2001. Portanto, por essa via, também não existia um influxo de divisas que pudesse desequilibrar a economia vietnamita.²⁵

A intensa entrada de IDE na economia vietnamita, juntamente com o elevado volume de transferência unilateral de divisas, é o segundo motivo que explica o menor impacto da crise sobre a economia vietnamita. Apesar do déficit em conta corrente ser equivalente, então, a uma elevadíssima parcela do PIB, a economia vietnamita ajustava esse desequilíbrio, em grande medida, com entrada de IDE e com remessas de emigrantes. Essas transferências de divisas, em particular, contribuía em alto grau para garantir uma situação de equilíbrio no balanço de pagamentos (FMI, 1998). Devido as suas características intrínsecas – relativa estabilidade e fluxo contínuo – as remessas proporcionavam uma condição privilegiada ao governo - em termos de captação de divisas - a despeito do elevado déficit em conta corrente.

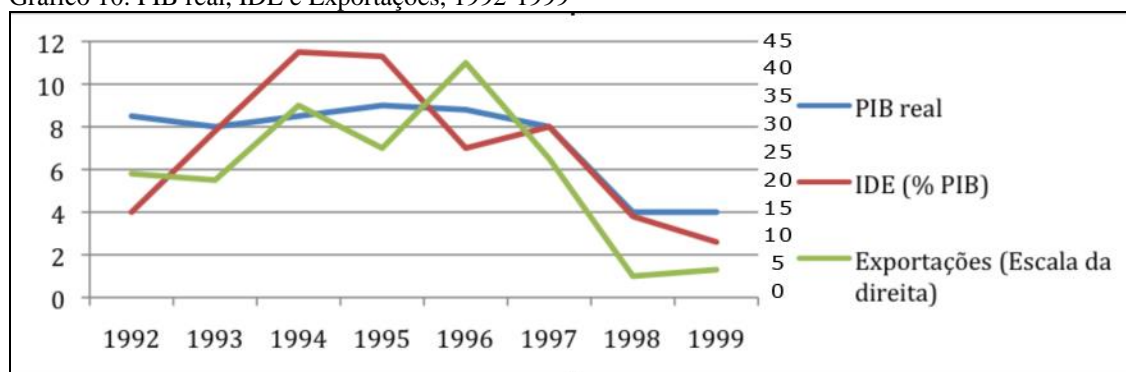
Traduzindo o que foi acima exposto em números: no biênio 1995-96, a entrada líquida de capitais de curto prazo alcançou US\$ 535 milhões, a entrada de IDE atingiu a marca de US\$ 4 bilhões e a entrada de divisas por conta de remessas de emigrantes alcançou US\$ 1,8 bilhão (FMI, 1998). Assim, apesar de um persistente déficit na conta corrente, o equilíbrio no balanço de pagamentos se fazia de forma pouco arriscada, em sua maior parte através da entrada de IDE e de transferências unilaterais.

Prova do menor efeito da crise sobre a economia vietnamita foi o fato de que os principais indicadores macroeconômicos não recuaram em 1997, ano da eclosão da crise. O PIB avançou 8,2%, o *dong* não se desvalorizou e as exportações ainda se expandiram a taxa de 24%. No ano seguinte, enquanto as economias sul-coreana, malaia, tailandesa e chinesa (Hong Kong) recuaram, respectivamente, 6,9%, 7,4%, 10,5% e 5,5%, a economia vietnamita avançou 5,8% (FMI, 2009).

Apesar de se encontrar em melhor situação do que seus vizinhos, em termos de vulnerabilidade externa, a economia vietnamita também seria afetada pela crise. Em 1998, com a inversão do fluxo de capitais, o PIB desacelerou, a inflação subiu e as exportações estagnaram (Ver **Gráfico 10**). No período que se seguiu à onda de fugas de capitais e de desvalorizações cambiais, a economia vietnamita evoluiu a um ritmo mais lento – média anual de 5,30%, em 1998-99 (em comparação com uma média anual de 8,7% no período 1992-97), com a taxa de desemprego avançando de 6,0% , em 1997, para 6,9% em 1998.

²⁵ Ainda assim, a saída de capitais de curto prazo alcançou cerca de US\$ 600 milhões anuais no biênio 1997-98, e mais de US\$ 1 bilhão em 1999 (FMI, 2000).

Gráfico 10. PIB real, IDE e Exportações, 1992-1999



Fonte: FMI, 1999

Reflexo da crise, a estagnação das exportações (aumento de apenas 2,4% em 1998) e a queda dos investimentos, ajudam a explicar a redução no ritmo de crescimento econômico do Vietnã. No caso das exportações, a redução da demanda externa, em particular aquela proveniente dos países vizinhos, e a valorização do *dong* viriam a dificultar o desempenho do setor exportador. Junto a isso, a redução dos preços do petróleo e de outras *commodities* também pressionaria negativamente as vendas externas vietnamitas. Em contrapartida, as vendas para os EUA e para a União Européia mais do que compensariam o declínio das exportações para os países asiáticos. Contudo, a retração da demanda asiática, a apreciação do *dong* e a queda no preço das *commodities* exportadas pelo país fariam com que as exportações avançassem apenas 2%, em 1998.

No caso dos investimentos, tanto os investimentos estatais como a entrada de IDE se reduziram fortemente no período 1998-99. A retração dos investimentos estatais – consequência de queda na receita pública - se refletiria na redução da participação deste componente no PIB: de 6,2%, em 1997, para 5,7%, em 1998, e para 5,3%, em 1999. A diminuição na entrada de IDE também foi muito acentuada: de US\$ 2 bilhões, em 1997, a entrada se reduziu a US\$ 800 milhões, em 1998, e a US\$ 700 milhões em 1999 (Ver **Tabela 13**).

Tabela 13. Balanço de Pagamentos (rubricas selecionadas), 1995-1999

	1995	1996	1997	1998	1999
(Em milhões de dólares)					
Balança de capital	2.326	2.079	1.662	216	-334
<i>Dos quais:Capital de curto prazo</i>	311	224	-612	-644	-1.036
<i>Dos quais:IDE</i>	2.276	1.813	2.074	800	700
Balança de Conta Corrente	-2.648	-2.431	-1.664	-1.067	1.285
<i>Dos quais:Balança Comercial</i>	-3.155	-3.143	-1.315	-981	1.080
<i>Dos quais:Transf. unilaterais</i>	627	1.200	885	1.122	1.181

Fonte: FMI (2000)

2.2.4.2 A retomada do crescimento econômico acelerado

Após desacelerar por dois anos (1998-99), a taxa de crescimento do PIB voltaria a se elevar em 2000. Passada a turbulência cambial e financeira, que se estenderia por conta da eclosão da Crise da Rússia em 1998, a economia vietnamita voltaria a se expandir rapidamente, mesmo com a persistência do movimento de saída de capitais. O ajuste externo seria feito, em primeiro lugar, via balança comercial, que registraria saldo positivo de US\$ 1 bilhão em 1999 e de US\$ 378 milhões em 2000.

Em 2000, a saída de capitais de curto prazo alcançaria US\$ 1,7 bilhão (6,5% do PIB), ainda assim não se constituindo em entrave maior ao equilíbrio do setor externo. Esse influxo seria compensado por uma entrada de IDE de US\$ 900 milhões e por uma transferência unilateral da ordem de US\$ 1,3 bilhão (ver **Tabela 14**). Neste mesmo ano, o PIB avançaria

6,80%. Ressalte-se o desempenho das exportações frente à retomada do crescimento, que, a despeito da estagnação, em 1998, voltaram a se expandir fortemente em 1999 e em 2000, acumulando um crescimento de 53% nesse período.

Tabela 14. Balanço de Pagamentos (rubricas selecionadas), 2000-2006 (em milhões de dólares)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Balança de Capital	- 772	- 307	1.071	4.086	2.447	2.628	4.486
Dos quais:Capital de curto prazo	-1.700	-1.011	-996	1.808	-291	-1.027	277
Dos quais:IDE	900	1.100	2.023	1.894	1.878	1.954	2.400
Balança de transações Correntes	670	-391	-676	-1.935	-1.565	-497	-164
Dos quais:Balança Comercial	627	-875	-1.054	-2.582	-2.287	-2.439	-2.776
Dos quais:Transf. unilaterais	1.250	1.898	1.921	2.239	2.485	3.380	4.049

Fonte: FMI, 2003, 2007

A alta do preço do petróleo, combinada com uma forte expansão da oferta, foi o que proporcionou esse impressionante avanço das exportações. O preço do barril de petróleo, que havia se reduzido para US\$ 11 em 1999, aumentou de forma dramática, alcançando US\$ 28 em 2000. O volume exportado, por seu turno, se ampliou em quase 30% entre 1998 e 2000. Como resultado da combinação maior preço/maior volume, as receitas da exportação de petróleo triplicaram neste período, de US\$ 1,2 bilhão para US\$ 3,5 bilhões (FMI, 2002).

Não obstante os bons resultados da balança de transações correntes, o governo buscou reverter as perdas que atingiram a balança de capitais, com o propósito de diminuir a vulnerabilidade externa. Com esse intuito, em 2000, o Comitê Central do Partido Comunista iniciou uma nova rodada de reformas. Inicialmente, instituiu uma nova Lei da Empresa Privada que colocou na legalidade mais de 26.000 empresas, que empregavam então mais de

500.000 pessoas. A nova lei facilitou a criação de empresas com até 10 empregados, reduzindo exigências burocráticas e relaxando controles estatais sobre o seu funcionamento.

Como reflexo da assinatura do Acordo de Comércio Bilateral com os EUA, celebrado em 2001, o governo promoveu, nesse mesmo ano, a revisão da Lei do Investimento Estrangeiro. A nova lei estabeleceu normas cambiais menos rígidas para a operação das empresas estrangeiras voltadas à exportação, facilitando a compra de moeda estrangeira, bem como o seu uso na realização de pagamentos.

O governo também promoveria, em 2001, uma reforma no setor financeiro. A reforma incluía medidas de liberalização da taxa de juros - como o fim do tabelamento do *spread* bancário - e uma redução de barreiras institucionais à entrada de novos competidores no mercado bancário. Com a reforma, o governo permitiu que os Contratos de Direito de Uso da Terra²⁶ fossem empenhados como garantia de empréstimos, facilitando, para pequenas e médias empresas, o acesso ao crédito. A reforma ainda instituiria o mercado de ações no Vietnã, com a criação da Bolsa de Valores de Hanói.

Por fim, o governo instituiu, com relação às exportações e importações, o chamado Regime de Cinco Anos (2001-2005), no intuito de aprofundar a liberalização do comércio exterior. O regime estabeleceu um roteiro para a remoção do sistema de restrições quantitativas (cotas) que ainda vigorava para determinadas categorias de produtos e para a redução de tarifas de importação.

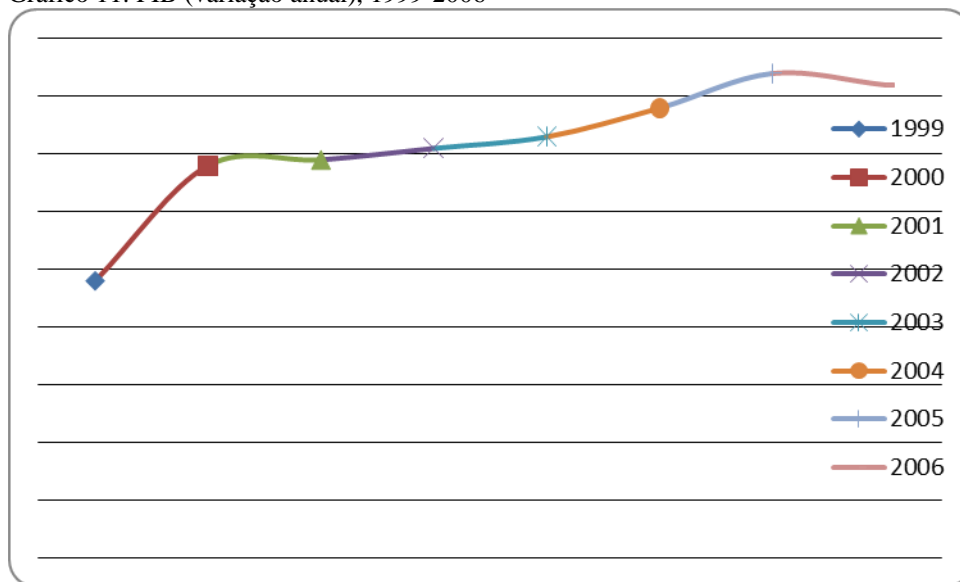
Coincidindo com a implantação das reformas, o cenário de saída de capitais de curto prazo e de queda na entrada de IDE começou a ser revertido. Em 2002, a balança de capitais já registrava saldo positivo, de US\$ 1 bilhão, e se iniciava o processo de formação de um “colchão de segurança” representado por um robusto estoque de reservas. Esse processo, a despeito dos seguidos déficits em conta corrente verificados ao longo do período 2002-2006, levaria o país a manter um saldo de reservas de US\$ 11 bilhões em 2006, equivalente então a 18% do PIB.

Ao mesmo tempo em que o ajuste do setor externo se aprofundava, a economia vietnamita passou a crescer a um ritmo ainda mais intenso. No período 2002-2006, o PIB aumentou a uma taxa média anual de 7,8%, acumulando um crescimento de 71%. (Ver **Gráfico 11**) As exportações continuaram a liderar o crescimento, com uma expansão acumulada nesse mesmo período de 138%. Com isso, as exportações avançaram de um

²⁶ Esses contratos substituíam os títulos de propriedade rural

patamar equivalente a 56,8% do PIB, em 2002, para um nível correspondente a 73,5% do PIB, em 2006.

Gráfico 11. PIB (variação anual), 1999-2006



Fonte: FMI, 2009

Confecções e calçados mantiveram a liderança das exportações vietnamitas, representando cerca de 25% do total exportado pelo país. A maior penetração no mercado norte-americano, a partir da assinatura do Acordo de Comércio Bilateral EUA-Vietnã (2001), permitiu à indústria de confecções vietnamita ampliar as vendas para o mercado externo, de US\$ 1,7 bilhão, em 1999, para US\$ 5,8 bilhões, em 2006. O mesmo crescimento explosivo ocorreu com a indústria de calçados - também graças à maior participação no mercado norte-americano -, que passou de uma venda externa de US\$ 1,4 bilhão, em 1999, para US\$ 3,9 bilhões, em 2006 (FMI, 2007).

Apesar da relativa concentração em setores tradicionais (intensivos em trabalho) - como agricultura (arroz, borracha e café), calçados e confecções - a pauta de exportações vietnamita se diversificou, com crescente participação de setores intensivos em capital, como produtos e componentes eletrônicos. Internamente o modelo econômico assumiu características de um modelo de substituição de importações, conseguindo reduzir a dependência do país com relação à aquisição de uma vasta gama de produtos industrializados. A substituição ocorreu na produção de combustíveis (refinarias), fertilizantes (indústria química), ferro e aço (siderurgia), veículos (indústria automotiva), tecidos (indústria têxtil) e máquinas e equipamentos (indústria de bens de capital) (ver Tabela 15). É importante

assinalar que em todas essas indústrias as empresas estatais detêm importante participação, sendo predominante na maioria dos setores.

Tabela 15. Produção Industrial média anual

	Crescimento acumulado no período 2002- 2006
Manufaturados	129%
Tecidos e roupas	132%
Produtos elétricos e eletrônicos	144%
Veículos	188%

Fonte: FMI, 2007

Visto sob a ótica do valor da produção industrial, o crescimento, no período 2002-2006, foi mais intenso nos seguintes setores: confecções, calçados, produtos metálicos, produtos elétricos e eletrônicos (inclusive computadores) e veículos e equipamento de transporte. Note-se que, a despeito da abundante disponibilidade de mão-de-obra, e do custo relativamente baixo do emprego deste fator no Vietnã, setores capital-intensivos se destacaram (em termos relativos) no que tange ao crescimento industrial do país.

2.2.4.3 A condução da política macroeconômica

A despeito dos efeitos mais brandos, a Crise Asiática também representaria um desafio para a política macroeconômica vietnamita. Com a emergência da crise, uma redução na entrada de IDE e uma intensa saída de capitais de curto prazo do país colocaram a política cambial diante de uma difícil escolha: acompanhar o movimento das demais economias vizinhas, desvalorizando fortemente o câmbio, ou, então, evitar um movimento brusco do câmbio, mantendo a política de suaves desvalorizações. Essa escolha se tornou um tanto mais

difícil em função da excessiva valorização do *dong*²⁷ e da dramática desvalorização das moedas dos países vizinhos. De modo a bem avaliarmos a dificuldade da escolha, vejamos os possíveis desdobramentos de cada uma das alternativas.

Optar pela desvalorização teria por conseqüência, de um lado, a recomposição da competitividade das exportações e a recuperação do dinamismo do setor exportador. Além disso, a desvalorização serviria de desestímulo a saída de capitais, tanto pela reversão das expectativas com relação à própria desvalorização, como pelo encarecimento da moeda estrangeira. Por ambos os motivos, a desvalorização, se procedida, contribuiria para o ajuste do balanço de pagamentos.

Por outro lado, a ocorrência de uma brusca desvalorização implicaria no risco de desencadeamento de um novo processo inflacionário. Dado a elevada participação das importações no PIB vietnamita, uma brusca desvalorização do *dong* certamente acarretaria um choque de custos - por conta do encarecimento dos produtos importados - que poderia gerar um processo de alta de preços. Em vista da experiência inflacionária relativamente recente do país, essa alternativa implicaria em riscos não desprezíveis. Uma outra desvantagem a ser considerada seria o aumento dos custos de produção do setor exportador. Tal aumento teria por conseqüência inevitável um encarecimento das importações, uma vez que estas, no caso do Vietnã se compõem, em boa medida, de insumos que são utilizados na produção de bens exportados.

A opção de manter o câmbio estável, por sua vez, teria a vantagem óbvia de favorecer a estabilidade de preços. Uma segunda vantagem seria a manutenção dos valores das dívidas assumidas em moeda estrangeira pelas empresas vietnamitas, em termos da moeda local. Entretanto, as desvantagens dessa opção seriam consideráveis. Em primeiro lugar, a competitividade das exportações poderia ficar comprometida, com reflexos diretos sobre a balança comercial. Em segundo lugar, a manutenção de uma taxa de câmbio valorizada estimularia - pela expectativa de eminente desvalorização - a saída de capitais de curto prazo do país, bem como uma fuga de detentores de poupança para ativos denominados em dólar. Assim, a alternativa de manter o câmbio estável, a despeito das relevantes vantagens, poderia desincentivar o investimento e agravar o déficit externo, comprometendo o equilíbrio do balanço de pagamentos.

A política cambial adotada foi a de evitar a desvalorização brusca do câmbio. Ao contrário do que ocorreu nas economias vizinhas, a saída de capitais de curto prazo não impôs

²⁷ A variação da taxa de câmbio efetiva real foi de 17,4% no período 1995-97 (calculada pela cotação média anual. Cf. FMI, 2000)

uma drástica mudança de patamar para a taxa de câmbio. O recurso utilizado para impedir o *overshooting* cambial que acometeu as moedas dos países vizinhos foi o racionamento na venda de dólares. Diferentemente de quase todas as economias vizinhas, que, com a crise, adotaram o regime de câmbio flutuante, a política cambial vietnamita optou por manter o regime de câmbio semi-fixo. A opção adotada foi pelo endurecimento dos controles administrativos, mantendo-se, através do racionamento, o controle da demanda por divisas. O racionamento cambial consistiu, basicamente, no estabelecimento de limites quantitativos para a compra de dólares. O governo impôs às empresas importadoras limites à aquisição de divisas, restringindo assim o aumento de importações. A partir do segundo semestre de 1998, o governo passou a acelerar a desvalorização do *dong*, ainda assim em ritmo muito mais suave do que aquele que pautou a trajetória das moedas dos países vizinhos.

A rápida reversão da vulnerabilidade externa e a manutenção do crescimento econômico mostram que a estratégia adotada foi bem sucedida. Já em 1999, o equilíbrio do balanço de pagamentos estava restabelecido, graças, principalmente, a um forte ajuste na balança de transações correntes. Para isso, houve firme contenção das importações e forte crescimento das exportações. O freio nas importações foi imposto, como dito, pelo uso do mecanismo de racionamento cambial. Já a expansão das exportações teve por pedra de toque a ampliação da oferta de petróleo – graças à maturação dos investimentos no setor de extração e à alta de preços no mercado internacional.

A partir da experiência da crise, a política macroeconômica esteve claramente concentrada em diminuir a vulnerabilidade financeira externa do país. Do período que se seguiu a crise (1999) até 2006, ano que fecha esta análise, a política macroeconômica do Vietnã estaria voltada para a expansão das exportações e para a acumulação de reservas. Com essa finalidade, a política cambial passou a promover um “deslizamento” da cotação do *dong*, o qual seria paulatinamente desvalorizado. De 2002 a 2006, a taxa de câmbio se manteve muito pouco volátil. Oscilações anuais – sobretudo desvalorizações - de apenas um dígito²⁸ se tornaram a tônica dessa política. Com isso, as exportações voltaram a crescer e a estabilidade macroeconômica foi restabelecida. Apesar do retorno do déficit em conta corrente - que, no entanto, não mais alcançaria os valores pré-crise - a economia vietnamita acumularia, ao final de 2006, mais de US\$ 11 bilhões de reservas (Ver **Tabela 16**).

²⁸ De acordo com a cotação média anual do *dong*

Tabela 16. Balança de Transações Correntes, Conta de capital e Reservas, 2002-2006

	2002	2003	2004	2005	2006
Balança de Transações Correntes	-676	-1.935	-1.565	-497	-164
Conta de Capital	1.071	4.086	2.447	2.628	4.486
Reservas Cambiais	3.692	5.619	6.314	8.557	11.483

Fonte: FMI, 2007

O fato de o volume de reservas ter se multiplicado por 4, entre 2000 e 2006, passando a corresponder a quase 20% do PIB, é uma clara indicação de que a estratégia adotada teve sucesso. Além disso, o fato de a maior parte da conta de capital passar a ser financiada pela entrada de IDE, também revela a robustez do ajuste. Assim, apesar de um pequeno déficit em transações correntes, considerando o estoque e o crescimento das reservas e, dada a natureza dos determinantes da conta de capital, pode-se dizer que, em 2006, o país estava muito menos vulnerável a turbulências externas do que jamais estivera antes.

No que diz respeito à política monetária, o governo, através da ação dos quatro principais bancos estatais, seguiria flexibilizando a taxa de juros. A taxa de juros para empréstimos de curto prazo, ainda fortemente balizada pelo crédito estatal, foi reduzida, em 1996, para o nível de um dígito. A partir daí, com exceção do período pós-crise (1999-2000), quando a taxa real se situou ao redor de 10%, o nível da taxa de juros declinou sensivelmente. Taxas reais anuais abaixo de 5%, combinadas com taxas de câmbio relativamente estáveis, passaram a fazer parte do cotidiano da economia do Vietnã. Mesmo com a adoção de uma política monetária mais flexível, a inflação permaneceu sob controle. Com isso, a economia enviava sinais de que, ao lado de uma taxa de crescimento cada vez mais robusta, o cenário macroeconômico se estabilizara (Ver **Tabela 17**).

Tabela 17. Inflação, Taxa de Juros Real e Taxa de Câmbio Real Efetiva, 1999-2006 (% anual)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Inflação (% anual)	4,1	- 1,6	- 0,4	4,0	3,2	7,7	8,3	7,5
Taxa de juros real	1,83	7,7	5,2	0,7	1,7	- 2,5	- 3,0	- 2,3
Taxa de câmbio real efetiva (variação % anual)	- 6,5	- 2,8	0,1	- 1,8	- 7,8	- 1,4	4,4	3,8

Fonte: FMI, 2007

No que tange à política fiscal, com a retomada do crescimento acelerado em 2000, a receita pública voltou a se expandir fortemente. Graças a essa expansão, a receita pública pôde fazer frente ao avanço da despesa pública, que também se elevou rapidamente. Receita e despesa pública, que, individualmente, alcançavam um patamar equivalente a cerca de 20% do PIB, ao final da década de 1990, passaram a representar cerca de 27% do PIB, em 2006, ainda, porém, em uma situação de relativo equilíbrio.

Observe-se, entretanto, que o governo não alargou seus gastos correntes no período, os quais permaneceram em montante equivalente a 18% do PIB. Na verdade, esse patamar se manteve desde a década de 1990. Foram as despesas de capital que, mais uma vez, se expandiram fortemente, alcançando 13,1% do PIB em 2006 (Ver **Tabela 18**).

Tabela 18. Estrutura da Despesa Pública, 2002-2006

	2002	2003	2004	2005	2006
	(Porcentagem do PIB)				
Desp.Total (exclui gasto extra- orçament.)	24.2	26.1	25.8	27.1	27.5
Das quais: Despesas	15.7	16.7	16.9	18.5	18.6

Correntes					
Das quais: Despesas de Capital 1	11.5	14.6	12.6	13.6	13.1

Fonte: FMI, 2007

1 Inclui gastos extra-orçamentários

Em resumo, a política fiscal não se desviou da orientação traçada desde o início da década de 1990, conseguindo conciliar equilíbrio fiscal e ênfase em gastos de capital. Apesar de crises e turbulências, o governo manteve a estratégia de combinar crescimento econômico com estabilidade fiscal. Durante os últimos dez anos (1996-2006), o déficit não ultrapassou 3% do PIB, situando-se, a maior parte do período, abaixo de 1% do PIB (ver **Tabela 19**). Junto a isso, o aumento de despesas visou claramente atender os objetivos estratégicos do governo. A ampliação da despesa esteve vinculada à expansão do investimento público, e este, por sua vez, foi um dos principais condicionantes do crescimento econômico vietnamita. Basta lembrar que, em 1992, os gastos de capital foram equivalentes a apenas 5,8% do PIB. Ressalte-se, portanto, o papel da política fiscal, hábil em abrir espaço para o crescimento desses gastos, porém suficientemente responsável para não comprometer o equilíbrio orçamentário.

Tabela 19. Resumo das operações orçamentárias

	2002	2003	2004	2005	2006*
Receitas totais	22,7	24,9	26,7	25,9	27,1
Despesas totais	24,2	26,1	25,8	27	27,5
Resultado nominal	-2,8	-1,4	-1,2	0,9	-1,2

Fonte: FMI, 2006

*Estimativa

CAPÍTULO 3 – A POLÍTICA MACROECONÔMICA DA MALÁSIA

INTRODUÇÃO

Nos últimos vinte e cinco anos (1981-2006) a economia da Malásia triplicou de tamanho, registrando uma taxa média de crescimento anual superior a 6%. Nesse período, o país superou um estágio de desenvolvimento em que a agricultura era o principal setor econômico, representando, por ocasião da independência (1957), mais de 90% das exportações e mais de 60% da força de trabalho da Malásia. Desde o início da década de 2000, o setor industrial responde por cerca de 40% do PIB e por mais de 80% das exportações do país (FMI, 2005).

Juntamente com o rápido avanço do processo de desenvolvimento econômico, a Malásia promoveu um eficaz programa de distribuição de renda, beneficiando os diferentes grupos étnicos que compõe a população do país. Como decorrência desse programa, a pobreza absoluta foi virtualmente erradicada. Sustentando esse processo de melhora sócio-econômica, um ambiente de estabilidade macroeconômica e de aversão a inflação compõe o quadro mais geral da economia.

No último quarto de século - período dessa narrativa -, a economia da Malásia apresentou uma trajetória que combinou altas taxas de crescimento do PIB, diminuição da desigualdade social e profundas transformações estruturais. A partir de reformas que introduziram, inicialmente, um modelo de desenvolvimento baseado na intervenção estatal e na substituição de importações, e, em seguida, um modelo fortemente baseado na expansão das exportações e na liberalização da economia, a Malásia superou um quadro em que prevaleciam a atividade agrícola, a exportação de produtos primários e uma acentuada disparidade social. Este capítulo relata essa história, ressaltando o papel da política macroeconômica diante do crescimento malaio.

O capítulo analisa a evolução da política econômica da Malásia nos últimos vinte e cinco anos (1981-2006), enfatizando dois aspectos: (i) a substituição de um modelo econômico caracterizado pela ativa atuação do Estado por um modelo marcado pela liberalização comercial e financeira. (ii) a condução da política macroeconômica diante desse contexto.

Além desta introdução, este capítulo se compõe de duas partes. A primeira parte analisa, respectivamente, o período 1971-1985, em que prevaleceu um modelo baseado na liderança econômica do estado, e o período 1986-2006, em que predominou o modelo liberal-

exportador. Ela focaliza as mudanças estruturais que marcaram a passagem de um modelo a outro, enfatizando o esgotamento da capacidade de financiamento do Estado como um dos principais fatores que precipitaram a mudança. A segunda parte do capítulo analisa a política macroeconômica adotada nos últimos vinte e cinco anos, focalizando a compatibilidade entre o tipo de política adotado e o modelo predominante. Ela procura verificar a eficácia da política macroeconômica em termos de desempenho de longo prazo do PIB.

3.1 DO MODELO INTERVENCIONISTA AO MODELO LIBERAL

Há uma certa unanimidade na literatura sobre a economia da Malásia quanto ao fato de que dois modelos econômicos distintos – um intervencionista e outro liberal – estruturaram o processo de desenvolvimento industrial do país. O primeiro modelo foi implantado a partir de 1971, quando o governo da Malásia deu início a implementação da chamada Nova Política Econômica (NPE). A NPE foi adotada tendo por objetivo a superação de um contexto de profunda desigualdade social que teve como conseqüência a emergência de graves conflitos étnicos, ao final da década de 1960. A flagrante disparidade de renda entre os diferentes grupos étnicos que compunham a população do país foi o pano de fundo que deu margem a emergência desses conflitos. De modo a atenuar a tensão social decorrente da eclosão dos confrontos, o governo se viu impelido a adotar uma política econômica comprometida com a superação das desigualdades sociais. Com este propósito, o governo passou a intervir fortemente na economia, regulamentando a atividade econômica, criando novas empresas e adquirindo empresas já existentes. Essa iniciativa mudou radicalmente a postura governamental com relação à condução da política econômica, até então caracterizada por uma orientação marcadamente liberal (SALLEH; MEYANATHAN, 1993).

O segundo modelo foi estruturado a partir de 1985, quando o país se defrontou com uma severa recessão econômica. Essa recessão realçou as dificuldades decorrentes do modelo anteriormente adotado, conduzindo a importantes mudanças na orientação da política econômica. A emergência de graves dificuldades no financiamento do setor público e o crescimento explosivo da dívida externa levaram o governo a adotar, a partir de meados da década de 1980, uma política de ajuste e liberalização. A partir de uma política fortemente direcionada para o aumento das exportações de produtos manufaturados, o país iniciou um ciclo de crescimento econômico que culminou com uma expansão acumulada do PIB de cerca

de 150% (média de 9,3% ao ano) em dez anos (1988-1997). Com a eclosão da Crise Asiática, o modelo foi posto à prova.

3.1.1 O modelo intervencionista-estatal (1971-1985)

Por oitenta anos a Malásia esteve sob domínio do Império Britânico, só conquistando a independência em 1957. Dona de um território de 330.000 quilômetros quadrados, a Malásia, à época da independência, tinha uma população de 6 milhões de habitantes dividida em três etnias principais: malaios (50%), chineses (37%) e indianos (12%). Com a proclamação da independência, uma coalizão política formada pelos principais grupos étnicos do país, chamada de Aliança, assumiu o poder. A partir desse arranjo político, os principais planos econômicos adotados pelo governo se constituíram em “pactos sociais”, aceitos pelos diferentes grupos sociais, cujo compromisso explícito seria o de promover crescimento equitativo para todas as etnias (SALLEH; MEYANATHAN, 1993). Com isso, um modelo de crescimento econômico que beneficiasse a todos os grupos passou a ser o desafio maior do governo.

Uma justificativa usual para a intervenção do estado na economia é a existência de algum tipo de falha de mercado geradora de uma alocação sub-ótima de recursos (STIGLITZ, 1993). No caso da Malásia, uma profunda desigualdade étnico-social representava essa falha. Conseqüentemente, uma política voltada para assegurar a igualdade econômica entre as diferentes etnias deveria compor a agenda do novo governo. Ela seria imprescindível para garantir a estabilidade política do país, pré-condição vital do crescimento econômico.

Não obstante essa perspectiva, nos primeiros anos que se seguiram a independência, o novo governo deu continuidade a orientação liberal prevalecente no período colonial. Não houve, com a independência, uma ruptura radical com relação à estrutura econômica vigente durante o domínio britânico. A postura do governo, seguindo a tradição liberal britânica, não assumiu um viés marcadamente intervencionista (SALLEH; MEYANATHAN, 1993). No entanto, a despeito disso, o governo também não se fez ausente. Desde a adoção do Primeiro Plano Quinquenal (1966-1970), o governo apoiou de forma maciça o setor rural. O orçamento público destinava então mais de 50% das despesas governamentais ao setor agrícola. Nos três primeiros planos quinquenais do país, o setor agrícola, então responsável por mais de dois terços do PIB, foi agraciado com 22,3 % dos gastos governamentais, enquanto que o setor industrial foi destinatário de apenas 2,4% (BOWIE, 1991).

Embora, a partir de meados da década de 60, o governo tenha incentivado uma política de substituição de importações, isso não se traduziu numa política de cunho marcadamente protecionista (BOWIE, 1991). Ainda atento aos arraigados interesses do capital estrangeiro, então concentrado no setor agrícola, o governo inicialmente não favoreceu o desenvolvimento da indústria. Ao invés de optar por uma intervenção direta, de modo a substituir as importações de bens industriais, o governo preferiu criar as condições para a emergência de um ambiente institucional favorável aos investimentos industriais privados (SALLEH; MEYANATHAN, 1993). Para isso, passou a oferecer incentivos financeiros às empresas, tanto em termos de isenções fiscais como em termos de crescentes investimentos em infraestrutura. Ao final da década de 60, o governo ampliou o escopo de sua política para o setor industrial, criando uma agência de promoção e regulação do desenvolvimento industrial: a Autoridade Federal de Desenvolvimento Industrial

Como já ressaltado, a pobreza e a desigualdade social se constituíram, desde muito cedo, nas questões centrais da política da Malásia. Os violentos conflitos étnico-sociais que eclodiram em 1969 deixaram claro para as elites dirigentes que não haveria paz social sem uma justa inserção sócio-econômica dos bumiputeras (malaios). A partir daí, os Planos Quinquenais de planejamento econômico passaram a ter por orientação a superação dos graves entraves sociais que ameaçavam a unidade política do país (SALLEH; MEYANATHAN, 1993).

No início da década de 1970, cerca de 50% das famílias na Malásia se encontrava em situação de pobreza. A maioria da população pobre – cerca de 80% - estava fortemente concentrada em áreas rurais (ver **Tabela 20**). A incidência da pobreza era maior entre os malaios; dos quais quase 2/3 se encontravam abaixo da linha da pobreza. A pobreza também era expressiva entre as outras etnias do país: 39% dos indianos e 26% dos chineses viviam em condições de miséria.

Tabela 20: Pobreza na Malásia, 1975

Total de	Lares em	Porcentagem	Porcentagem de	Ramo e setor ou
----------	----------	-------------	----------------	-----------------

Lares	pobreza	de incidência de pobreza	composição de pobreza em lares	ocupação
	1975			
1.348.500	729.900	54,10	87,40	Rural
915.100	576.500	63,00	69,00	Agricultura
396.300	233.800	59,00	28,00	Borracha
9.900	900	9,10	0,10	Óleo de palma
34.400	17.500	50,90	2,10	Côco
148.500	114.300	77,00	13,70	Plantadores de Arroz
284.400	183.800	64,60	22,00	Outras Agriculturas
41.600	26.200	63,00	3,10	Pescadores
433,40	153.400	35,40	18,40	Outras Indústrias
553.000	105.200	19,00	12,60	Urbanos

Fonte: Banco Mundial, 1980.

A despeito da preocupação social do Primeiro Plano Quinquenal de desenvolvimento (1966-1970), a manutenção de uma estrutura social fortemente assimétrica se traduziu, ao final da década de 1970, em crescente violência étnica. Em decorrência disso, uma revisão da política econômica foi conduzida no âmbito do Ministério das Finanças, acabando por consagrar uma nova estratégia econômica, desta vez de cunho marcadamente intervencionista. A introdução da Nova Política Econômica (NPE), em 1971, balizaria de forma decisiva a mudança de rumo na política econômica então adotada e é apontada como o marco inicial da introdução do modelo intervencionista-estatal. (SALLEH; MEYANATHAN, 1993). A NPE foi proposta baseada no binômio crescimento e igualdade, e foi adotada visando um duplo objetivo: erradicar a pobreza e atenuar a desigualdade de renda entre os diferentes grupos étnicos do país.

A NEP, por intermédio do Segundo Plano Quinquenal (1971-1975), propôs uma meta ambiciosa de mudança social: reduzir drasticamente a incidência da pobreza - de 49% da

população, em 1970, para 17%, em 1990. Em vista das condições de emprego no país, o plano propunha como estratégia de combate à pobreza uma forte migração da população rural para áreas urbanas e o seu emprego em setores da indústria.

O segundo objetivo da NEP – a reestruturação da sociedade malaia em termos da participação econômica de cada etnia – implicaria, por sua vez, em profundas mudanças na estrutura do emprego e das empresas (RAHMAN, 1996). Para atingir esse segundo objetivo, a NEP estabeleceu metas que alcançariam três instâncias principais: o emprego por setor, o emprego por ocupação e a propriedade do capital das empresas.

As metas de emprego por setor remetiam a necessidade de se estabelecer um modelo de empregabilidade que melhor refletisse a composição racial da população. Até então, malaios compunham a maior parcela da população empregada na agricultura, enquanto chineses ocupavam a maior parcela dos empregos dos setores industrial e de serviços. Por conta disso, o desenvolvimento da economia deveria contemplar um maior crescimento da parcela malaia nesses setores e um maior crescimento relativo da parcela chinesa na agricultura.

No que se refere às metas propostas, dois aspectos devem ser ressaltados: (i) o grau de reestruturação haveria de ser substancial; (ii) as metas não acarretariam redução absoluta de emprego para nenhum grupo social. Portanto, a NEP deveria promover um rápido crescimento do emprego nos setores industrial e de serviços, tanto para acomodar o rápido crescimento populacional do país, como também para atender ao crescimento relativamente mais rápido da etnia malaia (RAHMAN, 1996). Assim, para alcançar esse objetivo o emprego naqueles setores deveria crescer a uma taxa próxima a 5% ao ano.

As metas de emprego por ocupação, por sua vez, também previam mudanças substantivas. Malaios deveriam avançar, em termos de emprego, em todas as ocupações, exceto nas pertinentes ao setor agrícola. O avanço deveria ser especialmente significativo para cargos gerenciais e administrativos. Em termos operacionais, as firmas deveriam reservar uma cota de 30% dos empregos para trabalhadores de origem malaia. (KURUVILLA, 1995). Em vista das metas propostas, seja em termos de emprego por setor, seja em termos de emprego por ocupação, a alavancagem dos setores industrial e de serviços seria a melhor estratégia a ser adotada. O crescimento desses setores promoveria ganhos absolutos para todos os grupos étnicos, afastando o receio de que a NEP pudesse representar retrocesso para qualquer desses grupos (RAHMAN, 1996).

A propriedade do capital social das empresas seria o terceiro foco da reestruturação. Até 1970, cerca de 60% do capital social das empresas de capital fechado estavam em mãos

de estrangeiros. Grupos malaios detinham menos de 3%, e grupos malaios de origem chinesa, 34%. A meta a ser atingida implicaria colocar sob propriedade de nacionais, até 1990, cerca de 70% do capital das empresas, sendo que malaios deveriam deter ao menos 30% do capital social do conjunto das empresas (RAHMAN, 1996). A estratégia que viabilizaria essa mudança residia na compra, pelo Estado, de empresas de capital estrangeiro, as quais teriam suas ações subscritas por grupos malaios.

Por conta desta meta em particular, a NEP abria um espaço considerável para a intervenção estatal direta na economia. Isso porque $\frac{3}{4}$ do aumento da propriedade malaia deveria vir da aquisição de ações por parte de agências governamentais, o que significava que o governo deveria adquirir ativos em valor equivalente a 1,5% do PIB ao longo do período 1975-1990²⁹. Portanto, quanto a essa área de reestruturação, as metas implicavam aumento significativo do controle estatal sobre a economia.

Sinteticamente, as metas da NEP indicavam que o governo deveria buscar simultaneamente o crescimento econômico e a mudança social. Consoante esse propósito, a meta para o crescimento do PIB apontava uma taxa real de 8% ao ano. Para alcançar essa meta, o setor industrial deveria liderar o processo de crescimento, com uma taxa de expansão média de 13% ao ano. Serviços deveriam crescer a uma taxa próxima a da indústria e a agricultura avançaria a uma taxa de 5% ao ano. Como essas metas tinham por condicionante fatores políticos inadiáveis, dada a pressão social por mudanças, a promoção do crescimento se tornou o principal objetivo da política econômica do governo.

Em linha com os objetivos da NEP, o Segundo Plano Quinquenal de Desenvolvimento (1971-1975) designou as empresas estatais como os principais instrumentos de redistribuição de renda e de promoção de igualdade étnico-social. Isso implicou tanto em aumento da regulação estatal sobre o funcionamento da economia como em proliferação de empresas controladas pelo estado. O movimento intervencionista perdurou no período 1971-1985, ao longo do qual quase 500 novas empresas estatais foram criadas. Através da expansão da ação estatal, o governo buscou cumprir o duplo propósito de estimular o desenvolvimento de setores nos quais o investimento privado se mostrava insuficiente e de promover o desenvolvimento regional. Em compasso com a NPE, o governo também introduziu uma política de “suave nacionalização”, em nome da qual passou a adquirir crescente participação acionária em empresas estrangeiras. A aquisição de empresas estrangeiras era encarada então

²⁹ Por ocasião do lançamento da NEP, foram estabelecidas metas sociais que se projetavam para o período 1971-1990 (Salleh; Meyanathan, 1993; Rahman, 1996)

como questão estratégica, abordada sob o ponto de vista da autonomia política e econômica do país (SALLEH; MEYANATHAN, 1993).

No bojo da NPE, o governo criou dezenas de empresas para atuar em diversos setores da economia. Por intermédio da atuação das empresas estatais, o governo buscava estruturar uma efetiva estratégia de desenvolvimento, privilegiando setores considerados estratégicos (KURUVILLA, 1995). O setor de petróleo – favorecido pela descoberta de importantes reservas na primeira metade da década de 70 –, a indústria pesada e o setor eletro-eletrônico são exemplos de setores nos quais o governo se empenhou com particular afinco. A criação de uma empresa petrolífera estatal - a Petronas - ao garantir verbas do orçamento para a exploração de petróleo, favoreceu enormemente a conquista da auto-insuficiência do país. O investimento estatal no setor de petróleo possibilitou a Malásia se tornar, na segunda metade da década de 70, exportador líquido de petróleo, deixando para trás uma dependência que viria a afetar fortemente os países importadores nos anos seguintes.

O apoio à indústria pesada, por sua vez, veio a favorecer a emergência de novos setores industriais, contribuindo decisivamente para o desenvolvimento da indústria automobilística e de autopeças. Por fim, o apoio à indústria eletro-eletrônica propiciaria a formação de uma base técnica que se revelaria, poucos anos depois, imprescindível para a implantação da indústria de semicondutores (KURUVILLA, 1995).

Ao lado da crescente participação estatal na economia, o governo também passou a incentivar fortemente a expansão de setores privados voltados à exportação. A criação das Zonas Especiais de Exportação (ZPE), em 1971, marcou a promoção de uma política de comércio exterior cujo principal objetivo foi a rápida expansão de setores industriais direcionados ao comércio internacional. Esses setores - como têxteis, calçados, vestuário e eletrônicos - se reuniram em torno das ZPEs, atraídos, em primeiro lugar, pela redução de carga fiscal. Uma política de isenção tarifária, que relaxava a cobrança de impostos de importação, se constituiu em fator de atração para as empresas multinacionais exportadoras. As vantagens propiciadas pelo investimento estatal em transportes e energia complementavam o rol de atrativos das ZPEs. Para se ter uma idéia da atratividade dessas zonas especiais, a entrada de investimento direto estrangeiro (IDE), que mal alcançara 1% do PIB em 1968, passou a corresponder a mais de 6% do PIB, em 1974, três anos após a criação das ZPEs (KURUVILLA, 1995).

Até meados da década de 70, apesar dos esforços da NPE frente ao desenvolvimento daqueles setores, o processo de industrialização não avançara como o governo e os diferentes grupos sociais esperavam (SALLEH; MEYANATHAN, 1993). O investimento estatal,

combinado com investimentos estrangeiros provenientes principalmente do Japão e dos EUA, não se mostravam então em condições de superar os graves entraves sociais que colocaram em pauta a NEP. Apesar do crescimento econômico do país, as metas sociais não estavam sendo atingidas.

Tentando apressar os objetivos da NPE, o governo adotou, em 1975, a Lei de Coordenação do Investimento (LCI). O propósito era acelerar o processo de industrialização então em marcha e aumentar os esforços com vistas às metas sociais da NEP. Com esse duplo objetivo, o governo intensificou a intervenção estatal na economia. A nova lei inicialmente introduziu a exigência de licenciamento prévio para a operação das empresas de maior porte. Isso tornou o licenciamento um procedimento condicionado ao atendimento prévio da orientação da NPE, comprometendo as empresas com os seus objetivos. Com a adoção da medida, o estado passou a conceder licença de funcionamento para as empresas só depois de verificado o atendimento da política de cotas étnicas.

As reações iniciais à medida foram extremamente negativas, principalmente de grupos empresariais chineses. Essas reações levaram a uma queda no investimento privado doméstico, o que repercutiu desfavoravelmente entre os grupos privados estrangeiros. Como reflexo disso, houve retração do IDE, que caiu de 6,3% do PIB, em 1974, para apenas 2,7% em 1979. Essa queda do IDE também viria a afetar fortemente o desenvolvimento das Zonas Especiais de Exportação. Como as ZPEs concentravam boa parte do fluxo de IDE, a retração do capital estrangeiro tornou mais difícil o desenvolvimento desses pólos.

Com a retração do investimento privado, a reação do estado se deu sob a forma de maior intervenção direta na economia. Em 1980, o governo criou uma empresa – a Heavy Industries Corporation of Malaysia (HICOM) – para “planejar, identificar, iniciar, investir, implementar e gerenciar projetos no setor de indústria pesada”. A história da HICOM é emblemática da estratégia e da forma de atuação do Estado na economia durante o período em que prevaleceu o modelo intervencionista. A HICOM dispunha de um amplo escopo de atuação, sendo autorizada a se associar a capitais privados – nacionais e estrangeiros – para em conjunto criarem novas empresas para atuar nos setores de siderurgia, bens de capital e fabricação de veículos.

A iniciativa vista como parte da chamada política de “Olhar para o Leste”, introduzida pelo então Primeiro Ministro Mahathir, visava incentivar a diversificação da indústria local, fornecendo os alicerces para o estabelecimento de uma base industrial que não se restringisse aos marcos das ZPEs. Para isso, a intervenção estatal seria necessária de modo a superar a

resistência do setor privado em investir em atividades vistas como de alto custo, alto risco e de longo período de maturação (YUSOFF, et al, 2000).

Na época, o Ministério das Finanças já era acionista de mais de duas dezenas de empresas, numa estratégia que tinha por clara orientação promover uma rápida diversificação da indústria da Malásia. A Unidade de Implementação e Coordenação (UIC), órgão diretamente vinculado ao Ministério das Finanças, era a instância responsável pelo acompanhamento e monitoramento da HICOM e coordenava as ações do estado com vistas a promoção de novos empreendimentos. A UIC direcionava sua atuação de modo a atender a dois propósitos: promover a diversificação industrial e, atenuar os desequilíbrios regionais decorrentes da própria industrialização.

O projeto mais conhecido da HICOM foi a criação de uma montadora de veículos, em 1985.³⁰ Associada a capitais japoneses, a montadora, responsável pelo PROTON (nome do projeto automobilístico), era financiada pela HICOM, que para isso se valeu de empréstimos externos. Apesar do esforço governamental, a retração da economia mundial e a valorização do yen colocaram em cheque a viabilidade da nova empresa.

Além desses problemas, o projeto também se confrontava com uma reduzida escala de produção. Com uma planta industrial projetada para a produção de 120.000 veículos/ano, quando a escala mínima eficiente seria de 200.000 veículos/ano, a PROTON foi obrigada a se voltar ao mercado de exportação. Essa estratégia só teve êxito a partir de 1990, após várias mudanças de comando na empresa, e de novos aportes de recursos por parte da HICOM.

Além de monitorar as atividades da HICOM, a UIC também coordenava as ações do Ministério das Finanças frente a outras atividades de interesse do Estado. Através da ação da UIC, o Estado mobilizou capitais nacionais e estrangeiros em torno de projetos que afetavam diversos setores da economia. Além de siderurgia, petroquímica e fabricação de veículos, a agência estatal também teve decisiva participação na implantação da indústria de eletrônicos.

A emergência da indústria eletrônica na Malásia, no início da década de 1970, também viria a corroborar a nova orientação imprimida pelo governo, no sentido de incentivar, através da participação estatal, o desenvolvimento de setores considerados estratégicos. Assim, através da formação de *joint-ventures* com grupos nacionais e estrangeiros, o governo passou a investir pesadamente no desenvolvimento de plantas industriais voltadas à fabricação de peças e componentes para o setor de semicondutores. Com isso, de 1981 a 1988 a indústria de eletrônicos cresceu a uma taxa média de 15%, se tornando, ao final da década de 1980,

³⁰ O relato sobre o PROTON é baseado em Salleh e Meyanathan, 1993

responsável pela maior parcela da produção industrial, valor agregado, exportação e emprego na Malásia (KURUVILLA, 1995). Em 1987, a exportação de eletrônicos já representava o maior ingresso de receitas para o país. Grande parte desses resultados foi alcançada graças à indústria de semicondutores, que detinha uma das maiores capacidades instaladas do mundo.

O surgimento da indústria de semicondutores na Malásia está intimamente ligado a estratégia de desenvolvimento adotada pelo governo. Na história da indústria eletrônica na Malásia, três fatores podem ser apontados como os principais determinantes do seu surgimento (KURUVILLA, 1995). O primeiro fator foi a reestruturação da indústria eletrônica nos países desenvolvidos. Esse movimento está ligado à mudança tecnológica que tornou a indústria eletrônica, no estágio de montagem, uma atividade cada vez mais trabalho-intensiva. Dada a natureza do processo concorrencial, a mudança tecnológica implicou na busca, pelas empresas multinacionais, de abrigo em países com disponibilidade de mão-de-obra mais barata e qualificada, como era o caso da Malásia.

O segundo fator foi a própria disponibilidade de mão-de-obra, segundo as condições demandadas pela indústria. O forte investimento estatal em educação, nos anos 1970 e 1980, possibilitou o surgimento de uma massa crítica de técnicos capaz de atender as necessidades colocadas pelas indústrias do setor. Sem a disponibilidade de trabalhadores qualificados - de baixo custo salarial - não seria possível implantar a cadeia produtiva que envolve a fabricação de semicondutores.

O terceiro fator, que se refere mais diretamente à estratégia estatal, foi o arranjo institucional promovido pelo governo, que combinava a concessão de incentivos fiscais para as indústrias de atividades capital-intensivas com expressivas reduções tarifárias para as empresas voltadas à exportação.

A instalação de empresas japonesas e americanas de semicondutores na Malásia foi o pontapé inicial para a expansão da indústria eletrônica local (KURUVILLA, 1995). A necessidade de fornecimento de peças, partes e componentes para essa indústria levou a um movimento de integração para trás no setor que preencheu vários elos da cadeia produtiva, consolidando o estabelecimento da indústria eletrônica da Malásia. Nesse processo, a participação estatal, através da coordenação da UIC, foi crucial. Foi a agência estatal que concebeu, planejou e organizou esse setor industrial na Malásia.

A mudança no cenário econômico internacional, no início da década de 80, viria a colocar em cheque a continuidade do modelo estatal. Em 1979, uma nova alta dos preços do petróleo favoreceu uma valorização das *commodities* de maneira geral, implicando dois efeitos negativos: a aceleração da inflação, que alcançou 9% em 1980; e a forte valorização da

moeda local, o *ringgit*, cuja apreciação se intensificaria nos três anos seguintes. Essa valorização do *ringgit*, por sua vez, levou a uma queda acentuada nas exportações, o que prejudicou diretamente a administração das contas externas do país. Em função disso, e da retração que acometeu o mercado externo, o saldo da balança comercial se reduziu de forma consistente nos anos seguintes, culminando com um déficit em transações correntes equivalente a 8,4% do PIB, em 1982 (BM, 1989).

Agravando a queda nas exportações, o mercado europeu – então o principal destino das exportações da Malásia – reagiria à alta de preços das *commodities*, se retraindo fortemente. Essa reação do mercado importador estrangeiro reduziu ainda mais a receita cambial do país, tendo por efeito uma desaceleração no ritmo de crescimento econômico do país. Por conta disso, a taxa de crescimento do PIB recuou, de 8%, em 1979, para 5,9% em 1982 (FMI, 2008). Além da piora nas contas externas, a economia também registraria uma acentuada queda no investimento. A taxa de investimento, que alcançara 36% do PIB em 1980, se reduziria a 26% do PIB em 1986 (BM, 1989).

A alta de preços das *commodities*, por sua vez, teria por desdobramento uma forte alta da inflação nos países desenvolvidos. Os EUA e os países europeus passaram a conviver com taxas de inflação próximas a dois dígitos. Reagindo a isso, o *Federal Reserve*, em 1981, elevou substancialmente a taxa de juros dos títulos norte-americanos, o que acarretou forte restrição de liquidez no mercado financeiro internacional. O quadro de escassez de financiamento externo que se formou em decorrência do aperto de liquidez viria a representar um duro desafio a política intervencionista malaia. Como o estado já se encontrava fortemente comprometido com um ambicioso programa de desenvolvimento – herança de decisões tomadas na década anterior –, essa redução da poupança interna e externa implicaria mudanças drásticas no padrão de financiamento das empresas estatais. Por causa da dificuldade de financiamento, as empresas passaram a buscar junto a bancos estrangeiros e agências multilaterais os recursos necessários a implementação dos projetos iniciados nos anos anteriores. Para isso, contaram com o aval do governo garantindo as operações de empréstimo. O endividamento externo foi a forma encontrada pelo governo para contornar o problema da escassez de divisas.

Apesar do aparente êxito inicial, essa estratégia se revelaria extremamente questionável. Enquanto a recessão nos mercados importadores restringia a receita de exportações da Malásia, a alta da taxa de juros internacional colocava um peso adicional no custo da dívida externa do país, formando um quadro interno de grave iliquidez cambial. Além disso, a inadimplência enfrentada pela banca internacional funcionava como um freio à

concessão de novos empréstimos, reduzindo mais ainda a liquidez internacional. Diante deste cenário, o resultado foi um estrangulamento nas contas externas do país. Como consequência, a dívida externa, que correspondia a 10% do PIB, em 1980, se elevou a cerca de 60% do PIB em 1986 (BM, 1989).

Com a deterioração das contas externas, e com a retração do financiamento externo, a continuidade do modelo intervencionista foi posto à prova. Além dos problemas de financiamento - os quais, na verdade, só viriam a se constituir em sério entrave a partir de 1984 - as empresas estatais que operavam no setor industrial e de serviços também não apresentavam resultados financeiros satisfatórios. No período 1981-86, quase a metade destas apresentou prejuízos (SALLEH; MEYANATHAN, 1993). A maior parcela das empresas bem sucedidas atuava no setor financeiro, de transporte e de extração. As que atuavam no setor agrícola apresentavam resultados bastante erráticos, oscilando conforme o mercado internacional e os seus próprios problemas de gerenciamento. De acordo com o Banco Mundial (1993), a indústria pesada era a principal responsável pelos maus resultados do conjunto do setor público.

Vários fatores podem ser apontados para explicar esses maus resultados. O pesado serviço da dívida contraída junto ao sistema financeiro internacional - agravado a partir da alta da taxa de juros internacional - pode ser apontado como um dos principais fatores. Além das críticas mais gerais quanto à ineficiência das empresas estatais, o alto custo do endividamento das empresas estatais era a críticas mais freqüente ao modelo adotado pelo governo.

Em 1984, como decorrência de uma forte especulação no mercado cambial, o *ringgit* sofreu forte desvalorização, obrigando o BC a intervir no mercado cambial. A intervenção resultou na adoção de um sistema de câmbio flutuante, o qual substituiu o regime de câmbio fixo, até então adotado (UMEZAKI, 2006). A turbulência que assolou o mercado financeiro, aliada a problemas de financiamento interno, teve como desdobramento uma abrupta retração da economia, culminando com uma forte recessão em 1985. Com isso, o PIB, que avançara a uma taxa média de 7% no período 1980-1984, se retraiu 0,9% em 1985, registrando a primeira taxa negativa desde a decretação de independência.

A persistência de um vultoso déficit público, que alcançara uma taxa média de dois dígitos na primeira metade da década de 80, e a crescente deterioração da conta corrente do balanço de pagamentos representaram para o modelo então vigente um obstáculo intransponível. O crescimento explosivo da dívida externa e a impossibilidade do Estado de seguir financiando, através de verbas orçamentárias, a operação das empresas estatais pressionaram o governo a buscar novas alternativas. O fato das despesas governamentais

terem alcançado um valor próximo de 50%³¹ do PIB, em 1982, e do déficit consolidado do setor público ter ultrapassado 20% do PIB neste ano (FMI, 2009), é eloqüente das dificuldades que cercavam a continuidade do modelo.

Pressionado pelo quadro recessivo e pela deterioração do déficit interno, o governo promoveu uma mudança drástica na condução da política econômica. A partir da promulgação da Lei de Promoção do Investimento (LPI), em 1986, as bases que sustentavam a adoção do modelo intervencionista foram gradualmente desmontadas, culminando com a introdução de um novo modelo. Liberalismo econômico, estabilidade fiscal e atração de capitais se constituíram nos pilares que nortearam a adoção deste novo modelo.

3.1.2 O modelo liberal-exportador (1986-?)

A promulgação da Lei de Promoção do Investimento (LPI), em 1986, representou o fim do modelo intervencionista-estatal³². A LPI introduziu uma política econômica marcadamente liberal, a partir da qual o Estado reduziu seu papel de “empreendedor” e a iniciativa privada passou a ter papel mais relevante, tanto na promoção de novos investimentos como no aprofundamento dos projetos já existentes. Antes, porém, da adoção da LPI, o governo já havia restringido o alcance da LCI, excluindo do sistema de licenciamento as empresas de pequeno e médio porte. A LPI representaria, assim, um importante incentivo para a realização de novos investimentos na indústria e no setor de construção (KURUVILLA, 1995).

A partir da nova lei, alguns dos antigos mecanismos de incentivo voltaram a ser utilizados. Como forma de estimular a expansão do investimento privado, o governo concedeu incentivos fiscais à implantação de diversos setores emergentes. O sistema de licenciamento de empresas, que perdurava desde 1975, foi relaxado, também beneficiando empresas de maior porte. Além disso, um profundo ajuste externo e um forte ajuste fiscal foram promovidos pelo governo³³, afastando maiores entraves macroeconômicos à retomada do crescimento.

A rigor, do ponto de vista teórico, a adoção de um ajuste fiscal e de um ajuste externo não caracterizaria a institucionalização de um novo modelo de desenvolvimento econômico.

³¹ Refere ao gasto público total, o que inclui as empresas estatais.

³² Há controvérsias quanto ao marco institucional que define o fim do modelo. A LPI é apontada aqui como divisor de águas pois ela representa uma mudança drástica na orientação da política estatizante.

³³ O ajuste será analisado no capítulo 2, seção 2.2.1.

A experiência histórica mostra que é comum países implementarem ajustes macroeconômicos sem que isso acarrete mudança radical nos pressupostos que norteiam a estratégia de desenvolvimento eventualmente adotada. Porém, no caso da Malásia, juntamente com o duplo ajuste (1985), o governo promoveu mudanças institucionais que revisaram em profundidade o papel do Estado na economia. Assim, embora o resultado dessas mudanças não caracterizasse *per se* um modelo de desenvolvimento econômico organizado, a combinação de estabilidade macroeconômica e políticas de promoção às exportações indicam o uso de uma estratégia ativa e pré-concebida. Essa é a perspectiva adotada para interpretar os acontecimentos que envolveram a economia da Malásia a partir de 1985.

Ao mesmo tempo em que flexibilizava a legislação que regulava as empresas, o governo da Malásia adotou, a partir de 1985, um amplo programa de privatização. No início da década de 90, como resultado desse programa, quase 200 empresas haviam sido privatizadas, a maioria (120) empresas de pequeno porte. O programa tinha por objetivo inicial incentivar a participação do setor privado na economia e diminuir as responsabilidades financeiras do governo (SALLEH; MEYANATHAN, 1993). Ele foi o reconhecimento de que erros haviam sido cometidos durante a fase precedente, e de que as bases econômicas que sustentavam o antigo modelo haviam se exaurido. Apesar de concentrado na venda de pequenas e médias empresas, destacados ícones estatais, como a Malaysian Airlines, também foram privatizados.

A partir de 1991, com a implantação do Plano Mestre de Privatização, o ritmo de privatização se intensificou. Com isso, cerca de 100.000 trabalhadores se transferiram do setor público para empresas do setor privado. O setor público, que chegou a empregar, em 1990, quase 16% da força de trabalho do país, passou a empregar um contingente de cerca de 10% em 1995 (RAHMAN, 1996). Com a privatização avançando, o aumento no número de funcionários públicos cresceu apenas marginalmente nos anos seguintes. Na vigência do Sexto Plano de Desenvolvimento (1991-1995), o total de empregados no setor público passou de 850.000 para 872.000 (idem, 1996), uma evolução modesta se comparada a do período que precedeu ao novo plano.

Através do programa de privatização, o governo também buscava ampliar a receita derivada da venda de empresas estatais, bem como procurava reduzir as despesas decorrentes do controle de empresas deficitárias. O programa de privatização fazia parte de um conjunto mais abrangente de medidas, que tinha a redução do déficit fiscal como meta. Assim, ainda que o investimento em infra-estrutura não tenha cessado, o ajuste interno representou uma forte redução do déficit público, que caiu de 19% (!) do PIB, em 1982, para cerca de 3% em

1988. Neste mesmo período as despesas do governo se reduziram de um valor equivalente a 52% do PIB para um montante inferior a 38% do PIB (BM, 1995)³⁴.

Do ponto de vista da estratégia de crescimento econômico, um aspecto do ajuste fiscal, em particular, deve ser ressaltado. A redução de despesas não impediu o governo de continuar investindo nos setores de infra-estrutura. Educação, transporte e energia elétrica continuaram a concentrar boa parte dos gastos do governo. As verbas orçamentárias destinadas à esses setores não escassearam, permitindo ao país evitar gargalos que poderiam comprometer a continuidade do crescimento econômico. Com efeito, a disponibilidade de infra-estrutura seria um dos fatores decisivos para atração de IDE nos anos seguintes.

Enquanto o programa de privatização avançava, o governo buscava regularizar as pendências relativas ao passivo externo. Assim, a fim de estimular as vendas externas, o Banco Negara Malasia promoveu uma mudança de regime cambial, que desembocou numa política de desvalorização cambial mantida ao longo de toda a segunda metade da década de 80 (porém, de forma mais acentuada em 1985 e 1986). A desvalorização cambial favoreceu um rápido crescimento das exportações, as quais contribuiriam fortemente para a obtenção de robustos superávits comerciais. Em consequência disso, a balança comercial passou a ser responsável, a partir de 1985, por boa parte do fluxo de capitais que ingressava no país.

A liberalização do comércio exterior foi outro fator que viria a sustentar o crescimento das exportações. A estratégia de promover a desvalorização do câmbio, ao mesmo tempo em que uma política comercial menos restritiva era implementada, se revelou extremamente oportuna. Enquanto a redução de tarifas de importação favoreceu a entrada de insumos e matérias-primas que abasteciam as indústrias voltadas à exportação, a desvalorização cambial impediu a perda de competitividade da indústria local. Além disso, a liberalização também parece ter favorecido a entrada de novas empresas no país. Ao reduzir o preço dos insumos importados, a liberalização diminuiu o custo de produção das empresas, atraindo empresas multinacionais voltadas ao mercado externo. Salleh e Meyanathan (1993), citando Edwards (1990), indicam um declínio na taxa efetiva de proteção (TEP), ao final da década de 70 e na década de 80. Edwards (1990) indica uma TEP média, em 1979/1980, de 31% e calcula a TEP, para 1987, em 17%. Os dados são consistentes com a introdução de uma política mais liberal a partir de 1985.

³⁴ O Banco Mundial se utiliza, para cálculo das contas do governo malaio, de uma metodologia que não contabiliza como parte das despesas orçamentárias as chamadas despesas de desenvolvimento (ou, despesas de capital). Ao apontar o valor de 52%, estamos contabilizando o total de despesas do governo, não excluindo despesas de qualquer natureza.

Em decorrência desse novo quadro, a iniciativa privada passou a se constituir no setor mais dinâmico do novo modelo. Junto com a rápida reversão do débito externo, o investimento direto estrangeiro cresceu significativamente. O grande volume de entrada de capitais e o destino destes fluxos tiveram um impacto decisivo no desempenho econômico da Malásia na década seguinte. Inicialmente liderado por capitais norte-americanos, o fluxo de capitais rapidamente passou a ter origem na entrada de capitais do Japão, e, logo em seguida, na de países da ASEAN. O maior fluxo de IDE se dirigia às empresas de capital 100% estrangeiro. Com o aumento do fluxo, em 1989 o total de IDE alcançou mais de 12% do PIB (SALLEH; MEYANATHAN, 1993).

Com a forte entrada de IDE, o setor industrial privado cresceu rapidamente. Ao final da década de 80, o setor industrial era responsável por 32% do emprego no país, por 42% do PIB e por 45% da receita de exportação (SALLEH; MEYANATHAN, 1993). Em destaque, as ZPEs, importantes destinatárias do IDE, que contribuía com mais de 30% das exportações do país. Em 1988, as empresas multinacionais, localizadas principalmente nas ZPEs, participavam com mais de 50% do total das exportações da Malásia.

As indústrias voltadas à exportação foram as principais beneficiárias do aumento do fluxo de capitais estrangeiros. Concentradas principalmente nos setores eletrônico, têxtil e químico, essas indústrias destinavam mais de 90% da sua produção ao mercado externo. O foco nessas indústrias estava fortemente vinculado à disponibilidade de mão de obra treinada e barata e à existência de uma eficiente rede de infra-estrutura (transporte e energia). Como já mencionado, a emergência desses dois fatores só foi possível graças à continuidade da política de investimentos do governo.

Cabe ressaltar, ainda, o papel da indústria eletrônica na estruturação desse novo modelo. A importância desta indústria, e, em particular, da indústria de semicondutores, pode ser avaliada a partir da sua participação no emprego da força de trabalho industrial e nas exportações do país. Em 1989, a indústria eletrônica empregava cerca de 20% da força de trabalho industrial e 24% das exportações do setor manufatureiro (KURUVILLA, 1995).

Outro aspecto a ser ressaltado diz respeito à escala de produção que caracterizava as empresas desse setor na Malásia. A possibilidade de participação de pequenas e médias empresas nessa indústria, a partir da formação de redes de fornecimento para o atendimento de empresas de maior porte, intensificou o processo de integração inter-industrial e inter-regional na Malásia. A cadeia produtiva do setor, principalmente nos estágios mais intensivos em fator trabalho, acomodou com facilidade a presença de empresas de pequena escala e baixo custo (KURUVILLA, 1995). A concentração de empresas na Costa Oeste deu lugar a

uma interiorização do processo de industrialização, favorecendo enormemente a incorporação de novos contingentes de mão-de-obra abundante e barata.

Por fim, cabe assinalar a crítica de alguns autores quanto ao fato de que o IDE estava por demais concentrado nos setores eletrônico e têxtil. Para esses autores, a escassez de mão-de-obra qualificada poderia comprometer o processo de diversificação industrial do país, tornando o país altamente dependente do desempenho de alguns poucos setores. Essa perspectiva guiaria o investimento estatal nos anos seguintes, que também se direcionaria aos setores petroquímico, químico, metal-mecânico, siderúrgico e de transportes.

3.2 A POLÍTICA MACROECONÔMICA DA MALÁSIA

O objetivo desta segunda parte do capítulo é analisar a influência da política macroeconômica na trajetória de crescimento da economia malaia nos últimos vinte e cinco anos. Para realizar esta tarefa, o trabalho a seguir divide a análise em três períodos. O primeiro (1981-1986) se estende do início do Quarto Plano Quinquenal – que teve como desdobramento o fim do modelo intervencionista - até o fim da recessão que atingiu o país no biênio 1985-1986. O segundo (1987-1997) cobre a fase de implementação do Quinto Plano Quinquenal – que coincide com a introdução do modelo liberal-exportador e com um ciclo de crescimento econômico acelerado – e se estende até a eclosão da Crise Asiática. O terceiro período (1998-2006) se inicia com a reação da política macroeconômica à emergência da crise - e que culminou com a introdução de mecanismos de controle sobre a saída de capitais do país - e se encerra com a economia retomando um ciclo econômico expansivo.

3.2.1 O período 1981-1984

3.2.1.1 A “expansão forçada”

No início da década de 1980, a economia da Malásia entrou em uma nova fase, marcada por sérias dificuldades no gerenciamento da balança comercial e um expressivo déficit na balança de transações correntes. Dois fatores em especial impactaram negativamente o setor externo malaio. O primeiro foi a forte queda nos preços das commodities exportadas pelo país, resultado da retração econômica de 1981-1982 nos países

desenvolvidos. Na ocasião, a economia da Malásia era fortemente dependente da exportação de produtos primários. Com a redução nos preços das commodities, a receita cambial do país foi afetada substancialmente. O segundo fator foi a valorização do *ringgit*, em 1980, decorrência de um regime de câmbio fixo e de uma alta da inflação nos dois anos anteriores.

Por conta desses dois fatores, as exportações, correspondentes a cerca de 50% do PIB, em 1980, recuariam para o equivalente a 44%, em 1982, o primeiro recuo em mais de vinte anos. A combinação de câmbio valorizado e preços de exportação em baixa colocariam em cheque a competitividade das exportações do país, gerando dificuldades na balança comercial. Apesar de um forte aumento na produção de petróleo e gás natural, as exportações recuaram, de US\$ 14 bilhões, em 1980, para US\$ 13 bilhões, em 1981 (BM, 1989a), demonstrando os efeitos daqueles dois fatores.

Não obstante as dificuldades do setor exportador malaio, a partir de 1981, o governo insistiria na estratégia de crescimento econômico. Para isso instituiu o Quarto Plano Quinquenal da Malásia (1981-1985), que projetava uma meta de crescimento bastante ambiciosa para o país, de 7,6% ao ano. Apesar de elevada, reconheça-se, a meta de crescimento se encontrava abaixo da meta estimada no plano anterior, já refletindo as dificuldades enfrentadas pelo país. O plano previa ainda uma expansão industrial de 11% (média anual) e considerava que o gasto do governo se elevaria em 9% (média anual). A previsão considerava ainda a continuidade de uma forte expansão das exportações, principalmente de têxteis e eletrônicos. Apesar da recessão que assolava os países desenvolvidos, governo traçava um cenário de rápida expansão para a evolução da economia malaia nos cinco anos seguintes.

De modo a financiar a expansão projetada pelo o plano, o governo considerava principalmente o uso de fundos domésticos. De acordo com as estimativas do plano, a contribuição de recursos externos seria muito reduzida, não alcançando 1% do total do investimento necessário. Em linha com os objetivos do plano, as políticas monetária e fiscal seriam orientadas para a mobilização de recursos e canalizariam fundos em direção a projetos privados. O setor privado seria a ponta de lança do crescimento da capacidade produtiva, enquanto o setor público se encarregaria da promoção de políticas sociais, em particular as de redução da pobreza.

Como pode ser observado na **Tabela 21**, os indicadores econômicos não se comportaram como o plano previra. Em primeiro lugar, houve acentuada queda na corrente de comércio exterior, o que se refletiria em piora acentuada do déficit em transações correntes. Em segundo lugar, a retração nas exportações limitou a receita de setores que contribuía

fortemente para a arrecadação de impostos – como o setor de petróleo e a indústria pesada. Frente à rápida deterioração das contas externas, a estratégia do governo foi compensar a menor receita de exportações aumentando o endividamento externo. Ao mesmo tempo em que mantinha, via endividamento, o fluxo de recursos externos, o governo compensava sua queda de receita doméstica através da emissão de títulos públicos. Em resumo, a estratégia de financiamento era: dívida externa cobrindo déficit em transações correntes e endividamento público cobrindo gasto público.

Tabela 21. Metas do 4º Plano Quinquenal e Indicadores Macroeconômicos, 1981-1985

	Metas do plano	Real		
	1981-85	1981-85	1981-84	1985
Índice de termos de troca 1980 =100	99,5	80,2	80,4	79,2
Superávit da Balança de Transações Correntes (% PIB)	-0,1	-8,5	-10,2	-2,4
Déficit total do setor público (%PIB)	-6,7	-15,4	-17,6	-5,7
Crescimento Real:				
PIB	7,6	4,7	6,7	-1
Agricultura	3	2,8	2,9	2,5
Manufatura	11	5,3	8,6	-3,8
Construção	9	3,7	8,1	-8,4
Serviços governamentais	9	5,3	6,5	2,1

Fonte BM, 1989a , apud Bank Negara Malaysia, Annual Report, 1987

Diante das dificuldades do setor externo, as empresas estatais passaram a ser utilizadas pelo governo como canais privilegiados de captação de recursos externos. Em 1981 e 1982, os empréstimos externos alcançaram, em média, 8,5% do PIB. No período de “expansão forçada” (81-84), os empréstimos estrangeiros chegaram a financiar, em média, 28% do investimento total. Mesmo diante de um cenário de aperto de liquidez e de juros altos, as empresas estatais da Malásia foram incentivadas a buscar capitais no exterior, principalmente junto à bancos japoneses. A política do Dr. Mahathir, de “Olhar para o Leste”, também incluía o acesso aos mercados de crédito asiáticos.

O resultado da estratégia de “crescimento com endividamento” teria por consequência inevitável uma disparada na dívida do governo. O déficit em conta corrente, que estava virtualmente zerado em 1980, se elevaria para cerca de 15% do PIB, em 1982, fazendo a dívida triplicar em apenas três anos. Com isso, a dívida externa passou a equivaler a quase 50% do PIB, em 1983, e a 76%, em 1986 (ver **Tabela 22**).

Tabela 22. Indicadores macroeconômicos

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Crescimento PNB (%)	8,8	7,5	4,6	3,9	6,7	-1,2	2,5	4,8	8,6
Crescimento PIB (%)	7,8	6,9	5,9	6,3	7,8	-1,0	1,2	5,2	8,1
Investimento Bruto (% PIB)	31,6	36,3	39,1	40,4	36	29,7	27,1	25,8	27,1
Poupança Bruta (% PIB)	30,4	26,1	25	28,0	30,7	27,3	27,3	32,9	32,8
Balança de Transações Correntes (% PIB)	-1,2	-10,1	-14,1	-12,4	-5,3	-2,1	0,2	8,6	5,8
Dívida Pública	19,5	27,6	40,7	48,5	50,2	58,7	76,1		

Total (% PIB)								67,4	55,5
Serviço da dívida (% PIB)	1,8	7,1	9,3	9,8	11,8	15,8	18,7	16,0	13,3
Índice de preços ao consumidor (%)	6,7	9,7	5,7	3,7	3,6	0,4	0,6	0,8	2,5

Fonte: BM, 1989a

Embora o prazo de maturação da dívida não fosse excessivamente curto, um aumento acentuado no custo da dívida e a continuidade do déficit externo tornariam o serviço da dívida externa excessivamente oneroso. Isso porque, não só a necessidade de financiamento externo aumentou substancialmente, mas a taxa de juros internacional também sofreu uma elevação acentuada. Por efeito da política do “dólar forte”, as taxas de juros norte-americanas se elevaram a cerca de 20% ao ano, encarecendo sobremaneira o custo da dívida da Malásia. O efeito no serviço da dívida foi elevá-lo de menos de 2% da receita de exportações, em 1980, para mais 15% em 1985 (BM, 1989a).

Como já assinalado, internamente a estratégia do governo também se baseava em endividamento. A política adotada foi usar a capacidade de financiamento do Estado de modo a realizar investimento em obras e infra-estrutura, e com isso manter o nível de atividade econômica. Em função de tal estratégia, o déficit consolidado do setor público³⁵ assumiu uma trajetória ascendente. Como mostra a **Tabela 23**, de uma média equivalente a 10% do PIB, no período 1976-1980, o déficit consolidado do setor público saltou para 21,7%, em 1981, se mantendo em dois dígitos até 1984.

³⁵ O conceito de déficit (ou superávit) público consolidado inclui o resultado orçamentário dos três níveis (federal, estadual e local) de governo, mais o resultado da operação das empresas públicas não-financeiras.

Tabela 23. Contas Consolidadas do Governo (% PIB)

	1976-80 (média)	1981	1982	1983	1984
Governo Federal e Estadual					
Receita	29,1	32,8	33,1	33,2	32,5
Despesas Correntes	<u>-26,1</u>	<u>-30,9</u>	<u>-30,5</u>	<u>-30,6</u>	<u>-29,5</u>
Superávit Operacional	3,1	1,8	2,6	2,6	2,9
Superávit operacional das empresas estatais	1,0	4,0	5,7	6,6	6,8
Superávit operacional consolidado	<u>4,1</u>	<u>5,8</u>	<u>8,3</u>	<u>9,2</u>	<u>9,7</u>
Despesas de investimento	- 14,3	- 27,6	- 27,2	- 26,2	- 22,9
Governo Federal	- 12,0	- 23,4	- 20,5	- 16,8	- 12,4
Empresas estatais	- 2,3	- 4,2	- 6,7	- 9,4	- 10,5
Déficit Total	-10,2	-21,7	-18,9	-17,0	-13,2

Fonte: BM, 1989

A indústria pesada foi o principal destino do investimento estatal durante o período de expansão forçada. Atendendo aos planos quinquenais, o investimento estatal passou a fluir fortemente para empresas estatais que, como a HICOM, eram vistas como “empresas estratégicas”. A idéia era manter a expansão das atividades das empresas estatais, tanto para

sustentar o processo de crescimento, como para servir de trampolim para a consolidação de novos setores industriais – como sircurgia e química fina. Com o avanço do investimento público, a queda do investimento privado – que se retraíra fortemente – foi largamente compensada, permitindo a economia crescer em média 6,7% no período analisado.

3.2.1.2 A condução da política macroeconômica

A política macroeconômica foi uma ferramenta muito ativa no gerenciamento da economia da Malásia. Frente à crise econômica internacional que emergiu no início da década de 1980, as políticas monetária e fiscal foram de crucial importância para dar suporte a estratégia “desenvolvimentista” adotada pelo governo.

A condução de uma política fiscal francamente expansionista foi a estratégia adotada para se evitar os efeitos da recessão internacional e para manter o país crescendo. Como consequência da recessão nos países desenvolvidos, uma severa retração nas exportações malaias reduziu sensivelmente a receita de setores exportadores, colocando em risco a continuidade do crescimento econômico. Diante da possibilidade de interrupção do crescimento, a adoção de uma política fiscal expansionista passou a ser vista como a melhor estratégia para compensar a redução da demanda gerada por aqueles setores. De um ponto de vista keynesiano, ao conduzir uma política fiscal expansionista, o governo estaria realizando uma típica política anti-cíclica, estimulando a demanda agregada e, com isso, impactando o produto.

De uma perspectiva de curto prazo, essa solução se revelou satisfatória. Apesar de ter comprometido fortemente o seu orçamento, o governo conseguiu afastar a recessão e manter o país crescendo a uma taxa de quase 7% ao ano no período 1981-84. Para manter a demanda aquecida, o governo elevou fortemente as suas despesas de capital (basicamente infraestrutura), cujo peso no orçamento consolidado do setor público pulou de 14,3% do PIB, em média no período 1976-80, para 27,3%, em 1981 (BM, 1989a). Devido a isso, a taxa bruta de formação de capital fixo se elevou de 32,3% (taxa média do biênio 1979-1980) para 38,4% do PIB (taxa média do biênio 1981-1982), contribuindo para afastar a ameaça de recessão.

Quanto à condução da política monetária, duas metas estiveram na mira das autoridades monetárias. Em primeiro lugar, a política visou barrar o aumento da inflação que acompanhou a alta de preços das *commodities*, em 1980-81. Mesmo com a emergência dos chamados déficits gêmeos, uma política monetária restritiva, exibindo taxa de juros fortemente positivas, fez com que a inflação fosse rapidamente reprimida. (ver **Tabela 24**). A

alta dos juros, combinada com o barateamento dos produtos importados (resultado da valorização do *ringgit*), pressionou os preços domésticos, demandando a inflação. Para um país com uma tradição de estabilidade monetária como a Malásia, a condução de uma política monetária restritiva cujo principal propósito era o combate à inflação não pareceu um problema grave. Taxas de juros nominais de cerca de 7% ao ano foram suficientes para desestimular movimentos especulativos e garantir a estabilidade de preços.

Tabela 24: Taxa de Juros Nominal (%), 1980-1984

	1980	1981	1982	1983	1984
Taxa de juros básica	5,3	5,7	5,9	6,5	7,8

Fonte: IFS, 2007

O segundo objetivo da política monetária, decorrente do agravamento do déficit em transações corrente, foi o de atrair capitais externos. Devido à explosiva alta do déficit externo, a política de juros altos, que servia para combater à alta de preços, também serviria para atrair capitais externos. A expectativa das autoridades monetárias era de que a entrada de capitais estrangeiros interessados na arbitragem da taxa de juros compensaria a queda da receita de exportações, aliviando a pressão sobre o balanço de pagamentos. Com esse objetivo, desde 1983, o Banco Negara Malásia (BNM), o banco central do país, vinha elevando o diferencial entre a taxa de juros da Malásia e a dos países desenvolvidos (UMEZAKI, 2006). Com isso, capitais de curto prazo passaram a fluir para o país garantindo, ao menos temporariamente, o equilíbrio do balanço de pagamentos. Em suma, frente a crise, a política monetária cumpriu um duplo objetivo: financiou o déficit externo, permitindo ao governo seguir a política de “crescimento com endividamento”, e conteve a alta de preços decorrente do aumento das *commodities*.

Quanto à condução da política cambial, note-se, inicialmente, que a Malásia já havia passado por várias experiências cambiais, apesar do pouco tempo de independência. Em 1957, o país adotou um sistema de câmbio que estabelecia uma paridade fixa entre o *ringgit* e a libra esterlina. Com o desmantelamento da área de influência da libra, em 1972, a cotação do *ringgit* passou a estar atrelada ao dólar. Em 1973, com o fim do padrão-dólar, a Malásia adotou um regime de livre flutuação. Porém, a partir de 1975, o *ringgit* voltou a estar

submetido a um regime de câmbio fixo, desta vez vinculado a uma cesta composta pelas principais moedas (UMEZAKI, 2006).

Com a alta da inflação no início da década de 1980, e com a manutenção da paridade cambial, a moeda malaia se apreciou de forma acentuada. No plano interno, o efeito mais visível dessa apreciação foi o acirramento da concorrência dos produtos importados. Isso se traduziu em maior pressão (baixista) sobre os preços domésticos, com conseqüente redução da inflação. No plano externo, a conseqüência principal da apreciação foi a erosão da competitividade malaia (ver **Tabela 25**). A combinação de alta da inflação e câmbio fixo teve por desdobramento uma queda acentuada nas exportações e a deterioração das contas externas do país.

Tabela 25. Variação da Taxa de Câmbio Real Efetiva, 1981-1984 (em %)

	1981	1982	1983	1984
Malásia	0,4	6,4	4,7	3,9
China	-10,6	-4,5	-1,7	-10,9
Hong Kong	-3,3	5,5	-9,0	0,8
Coréia	5,3	2,4	-4,1	2,0
Taiwan	9,1	-1,4	-2,1	-0,2

Fonte: FMI: 2008

Para um país em que as exportações representavam cerca de 50% do PIB, manter, frente a uma alta da inflação, um regime de câmbio fixo era uma fórmula que embutia riscos consideráveis. Preservar o regime implicaria em comprometer a competitividade externa e em correr o risco de deterioração das contas externas. Por outro lado, substituir o regime cambial e desvalorizar o câmbio significaria assumir maiores riscos quanto à alta de preços e reajustar, em termos da moeda doméstica, as dívidas contraídas em outras moedas (yen e dólar, principalmente).

O erro da opção escolhida – manter o regime de câmbio fixo - ficaria claro no ano seguinte, quando o déficit em conta corrente alcançaria níveis insustentáveis e o país seria obrigado a mudar o regime cambial.

3.2.2 O período 1985-1987

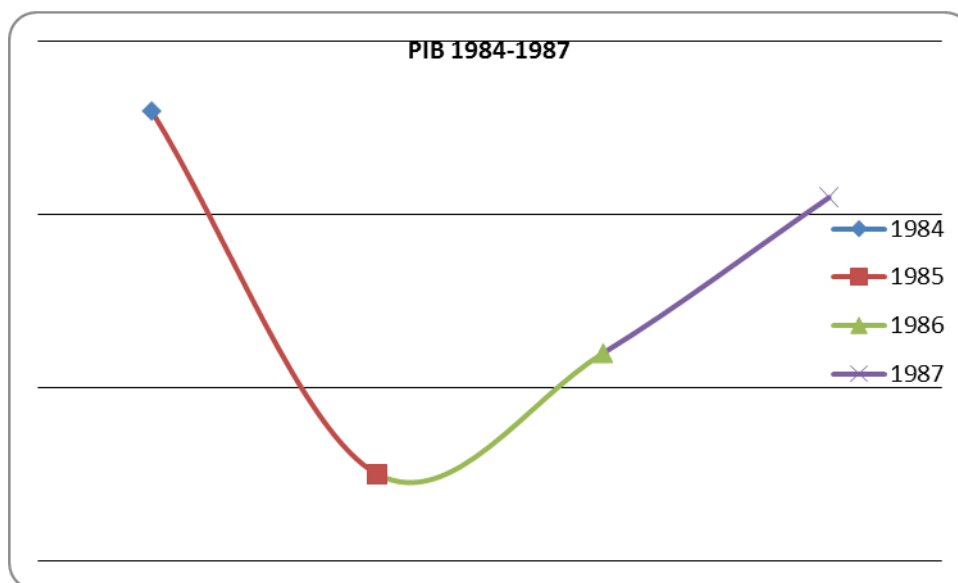
3.2.2.1 Recessão e ajuste

Em 1985, os esforços do governo para reduzir o déficit público começaram a dar resultados. Naquele ano o déficit consolidado do setor público se reduziu para “apenas” 5,7% do PIB, uma marca muito baixa se comparada a de anos anteriores – em torno de 17%-21% no período 1981-83, e de 13,2% em 1984. As empresas estatais estiveram na crista dessa mudança, contribuindo com 4,5 pontos percentuais para a redução da relação déficit público/PIB.

A fórmula para a redução do déficit foi o corte de despesas. As despesas de capital, em primeiro lugar, e as transferências para as empresas estatais, em seguida, foram as rubricas do orçamento que apresentaram as maiores reduções. Apesar do ganho orçamentário, a taxa de formação bruta de capital fixo se reduziria de 38% do PIB, em 1983, para 24%, em 1987, cedendo espaço à recessão.

Como resultado da redução do investimento público, uma drástica retração no nível de atividade econômica atingiu a economia malaiia no biênio 1985-1986. Coincidindo com a redução do déficit público, o PIB, que havia crescido a uma taxa média de 6,7% no período 1981-1984, recuou quase 1%, em 1985, e permaneceu estagnado em 1986 (ver **Gráfico 12**). Petróleo (-20%), indústria (-3,8%) e construção (-8,5%) foram os setores mais duramente atingidos. A consequência foi uma acentuada retração da renda per capita, que se reduziu em quase 10% no biênio 1985-86 (WB, 1989a).

Gráfico 12. PIB, 1984-1987 (variação % anual)



Fonte: FMI, 2009

Pressionado, também, pela deterioração da conta corrente do balanço de pagamentos, o governo colocou em execução um forte programa de ajuste externo. Ao colocar em marcha um rigoroso programa de redução de despesas, o governo passou a contribuir diretamente para a redução do déficit de conta corrente. Devido ao alto grau de abertura comercial da economia malaia, uma variação importante no investimento público impactaria substancialmente o saldo da balança comercial. A redução das encomendas do governo implicaria, portanto, em forte redução das importações. De fato, com a retração do governo, a balança comercial registraria, já a partir de 1984, seguidos e elevados superávits. No período 1984- 1989, o superávit médio na balança comercial foi de cerca de 7% do PIB - com as exportações já crescendo fortemente desde 1987, permitindo uma melhora acentuada no resultado do balanço de transações correntes (BM, 1989a).

Esse novo contexto, combinado com uma sensível melhora nas condições de liquidez internacional, reabriu para a Malásia o acesso ao mercado externo de crédito. A partir da recuperação da balança comercial, e da melhora do contexto financeiro externo, o fluxo de divisas voltou, depois de dois anos, a ficar positivo, atenuando às pressões cambiais. Ao final de 1985, um programa de reestruturação da dívida externa do país foi instituído e a Malásia se tornou, alguns meses depois, o primeiro país em desenvolvimento a obter crédito externo pagando taxas de juros abaixo da LIBOR. Corroborando a regularização do ajuste externo, a

Malásia obteve, em 1986, a classificação “*investment grade*” das principais agências classificadoras de risco dos EUA (BM, 1989).

Apesar dessa melhora nos indicadores de solvência externa, o quadro econômico interno se apresentava ainda muito conturbado. Em 1985, além da retração do setor industrial (-3,8%), a emergência de duas graves crises - nos setores imobiliário e financeiro - agravaria substancialmente as dificuldades de financiamento do governo.

Devido à importância do mercado financeiro na Malásia, a crise que acometeu o setor foi tratada sob a mais absoluta prioridade. O risco sistêmico representado pela crise fez com que o governo passasse a atuar diretamente no mercado financeiro, ora encampando instituições de crédito ora atuando como prestador de última instância. Para entender a dimensão da crise no mercado financeiro, tracemos, pois, um quadro sucinto do setor financeiro da Malásia.

Considerando o estágio de desenvolvimento da Malásia, o país já dispunha, no início da década de 1980, de um sofisticado e amplo sistema bancário. Operavam no país 39 bancos comerciais (22 nacionais, 16 estrangeiros e 1 islâmico). Os bancos estrangeiros eram responsáveis por ¼ do total dos empréstimos bancários e 1/5 do total dos depósitos bancários (BM, 1989).

Em 1985, a medida em que a recessão se aprofundava, o aperto na liquidez, a queda de preços no mercado acionário³⁶, e a explosão de uma “bolha imobiliária” colocaram o sistema bancário sob stress (BM, 1989). A falência do Overseas Trust Bank, em Hong Kong, um grande banco chinês, titular de importantes investimentos na Malásia, teve forte repercussão em Kuala Lumpur, com um grande banco local sofrendo uma corrida bancária. A partir desse acontecimento, uma série de eventos similares afetaria instituições financeiras de menor porte, culminando, em dezembro de 1985, com o fechamento da Bolsa de Valores de Kuala Lumpur por três dias. De fato, uma grave crise bancária se instalara. Após duas décadas de alta lucratividade, o setor financeiro se confrontava com sérios problemas de inadimplência e queda de receitas. Diante de uma forte retração no setor industrial, combinada com uma queda no mercado acionário local, além da explosão da bolha imobiliária, os bancos tiveram que encarar o espectro da iliquidez e a necessidade de garantir créditos duvidosos.

Em 1985, o total da provisão para empréstimos não honrados alcançou 14,5% do total dos créditos concedidos pelos bancos. Neste mesmo ano, o Banco Negara da Malásia teve que intervir em bancos que enfrentavam problemas de liquidez e que não haviam conseguido se

³⁶ AO principal índice da Bolsa de Valores de Kuala Lumpur se valorizou cerca de 300% em termos reais no período 1977-84.

capitalizar através do mercado financeiro. Três bancos comerciais e vinte e quatro cooperativas de crédito sofreram algum tipo de intervenção do BNM. Para se dimensionar o problema, cite-se o fato de que essas cooperativas reuniam mais de 500.000 depositantes (na época, a população malaia era de cerca de 16 milhões de habitantes). Em 1986, o crescimento dos depósitos bancários do setor privado, excluindo o setor de petróleo, foi negativo. Empréstimos bancários por sua vez cresceram apenas 6% em 1986, comparado com o crescimento de 36,5% em 1980 (BM, 1989).

Para o setor produtivo, o stress financeiro acarretou consequências nefastas. Em primeiro lugar, houve forte aumento no custo do crédito bancário. Apesar da rápida queda da inflação, as taxas de juros nominais permaneceram em patamares elevados, se acentuando o encarecimento do crédito. Em segundo lugar, o aperto do crédito representou forte restrição na disponibilidade de recursos para as empresas. Com isso, as empresas que não conseguiram ajustar seus fluxos de caixa passaram a sofrer pesadas perdas financeiras. Mesmo colocando ativos reais à venda, muitas empresas se viram as voltas com dificuldades de caixa, dado que o mercado se encontrava muito retraído. Como mencionado, a recessão havia deprimido a demanda e derrubado os preços. Com isso, um quadro de crise de liquidez rapidamente evoluiu para um contexto de crise de solvência. Com a crise instalada, as taxas de empréstimos dispararam, alcançando 11,8% ao ano, em 1986, em comparação com 2-3% em 1981 (BM, 1989).

A explosão da chamada “bolha imobiliária” colocou uma pressão adicional sobre a administração da crise que acometeu a economia malaia. O setor imobiliário havia experimentado um crescimento acentuado no período 1977-1983. Ao lado de um aumento expressivo no número de lançamentos imobiliários, os preços dos imóveis, tanto rurais como urbanos, dispararam. O boom imobiliário foi inflacionado, inicialmente, pela renda proveniente do setor petrolífero, e, mais tarde, por recursos liberados pelo setor público durante o período de expansão forçada. Além disso, uma taxa de juros muito baixa e um acesso fácil ao mercado de crédito despejaram milhares de investidores no setor. Somente no período 1981-1983, os preços dos imóveis comerciais em Kuala Lumpur aumentaram em cerca de 1/3 (BM, 1989).

A recessão mudaria de forma dramática esse quadro. Ao provocar uma abrupta queda na renda doméstica, a recessão desaqueceria a venda de imóveis nas principais cidades do país, levando a uma aguda queda de preços. Essa retração do mercado imobiliário, e também a alta nas taxas de juros, ao derrubar os preços dos imóveis, agravaria ainda mais a crise de

liquidez que afetava as empresas. Em 1986, os preços dos imóveis comerciais em Kuala Lumpur retrocederam cerca de 60% com relação aos preços de 1983 (BM, 1989).

Instalada a crise, o estoque de imóveis que não encontrava compradores cresceu enormemente. Por conta disso, o investimento em novas construções caiu sensivelmente. Como a participação do setor habitacional no PIB era expressiva - cerca de 10%, em 1981 - a forte retração que atingiu o mercado imobiliário acabou por contribuir para a recessão da economia, em 1985.

Apesar do bem sucedido esforço fiscal, o déficit público tornou a aumentar em 1986. A queda na receita fiscal, principalmente a proveniente do setor petrolífero, e o aumento nas despesas de investimento fizeram com que o déficit voltasse a alcançar o patamar de dois dígitos. Um motivo adicional para o aumento do déficit foi o fato das empresas estatais deixarem de contribuir para um bom resultado orçamentário. A Petronas, a principal contribuinte individual da receita do Estado, viu suas receitas recuarem fortemente, impactando diretamente a receita de impostos. Por força de uma queda vertiginosa no preço do petróleo no mercado internacional, tanto as receitas de exportação como as receitas fiscais se reduziram de forma acentuada, contribuindo para a piora do déficit.

A valorização do yen³⁷, em 1985, foi outro fator que impactou negativamente as contas das empresas estatais. Como parte da estratégia de combate a recessão, essas empresas haviam levantado recursos junto a bancos japoneses, de modo a manter seus planos de investimentos. Com a apreciação do yen, essas empresas viram suas dívidas denominadas em *ringgit* aumentarem fortemente, com imediato reflexo sobre o custo do serviço da dívida.

Como reação ao quadro recessivo que se formara, o governo passou a adotar uma série de medidas discricionárias de combate à crise. Um Comitê Anti-Recessão foi formado objetivando propor medidas para promover o emprego e o crescimento econômico. A principal medida adotada foi o lançamento de um programa de habitação popular que pretendia construir 240.000 residências ao longo dos próximos três anos (BM, 1989a).

Além da adoção de programas setoriais de combate a recessão, o governo também adotou uma política de forte expansão do crédito. Para implementar essa política, as autoridades instituíram vários programas de concessão de crédito, incluindo o Fundo de Novos Investimentos, uma linha de crédito destinada a financiar projetos de infraestrutura, e um fundo para financiar pequenas e médias indústrias. Ao mesmo tempo, foram relaxadas as exigências para a inscrição de novas empresas no programa de crédito à exportação. Essas

³⁷ No episódio conhecido como *endaka*, a moeda japonesa se valorizou cerca de 90% em relação ao dólar.

medidas tiveram impacto direto sobre a oferta de crédito, que voltou a crescer no final de 1986.

A economia malaia voltaria a crescer a partir do segundo semestre de 1986, e aceleraria o ritmo ao longo de 1987. Como na recessão, a retomada coincidiu com uma mudança nos termos do comércio exterior. A recuperação dos preços das principais *commodities* exportadas pelo país - como petróleo, óleo de palma, madeira e borracha - e o avanço espetacular da exportação de produtos manufaturados fizeram com que a agricultura e o setor industrial voltassem a crescer, recolocando a economia no terreno positivo. O setor industrial correu na frente, aumentando sua participação relativa na pauta de exportações do país (Ver **Tabela 26**), e se consolidando como o motor do desenvolvimento do país. A partir daí se iniciaria um ciclo de forte crescimento econômico, só interrompido por conta da eclosão da Crise Asiática, em 1997.

Tabela 26. Estrutura das Exportações, 1981-1987 (% do total)

	1981	1984	1986	1987
Commodities	76,8	67,5	57,3	55,1
Manufaturados	23,2	31,5	42,7	44,9

Fonte: BM 1989a

3.2.2.2 A condução da política macroeconômica

Diante do esgotamento da capacidade de endividamento do Estado, a política macroeconômica desempenharia, mais uma vez, o papel de importante instrumento de gestão da crise. No plano interno, a política fiscal foi conduzida de modo a garantir a superação dos entraves levantados por conta do agudo déficit do governo.

Como visto, a política fiscal havido sido uma ferramenta de crucial importância frente à estratégia de “expansão forçada”. Reflexo disso, os investimentos estatais, que correspondiam a cerca de 30% da formação bruta de capital fixo, em 1980, saltaram para cerca de 50%, no período 1982-1984 (Ver **Tabela 27**), compensando a retração do investimento privado, que se estagnara diante do cenário de crise.

Tabela 27. Formação Bruta de Capital Fixo, 1973-1987 (em milhões de ringgits)

Ano	Público	Privado
1973	1.203	2.908
1974	1.644	4.151
1975	2.110	3.492
1976	2.505	3.701
1977	3.078	4.387
1978	3.419	5.058
1979	4.135	6.701
1980	5.338	9.559
1981	7.206	12.044
1982	11.378	11.367
1983	12.521	12.692
1984	12.046	13.345
1985	10.854	12.270
1986	8.639	10.226
1987	7.271	11.009

Fonte: BM, 1995

Embora tenha sido inicialmente bem sucedido em driblar a recessão, o governo do primeiro-ministro Mahathir, pressionado por um déficit público que se aproximara de 20% do PIB e por uma dívida interna equivalente a 77% do PIB, em 1982, foi obrigado a rever a estratégia de “crescimento com endividamento”. Dois aspectos devem ser destacados no que diz respeito à revisão dessa estratégia. Em primeiro lugar, o fato de que a redução mais expressiva do déficit foi alcançada em um ano (1985) em que a economia já se encontrava em recessão. Apesar das dificuldades inerentes a uma situação recessiva, como a retração da arrecadação fiscal, o governo foi hábil em manejar a política fiscal, conseguindo em curto período aumentar substancialmente a sua receita. As receitas fiscais aumentaram para quase 37% do PIB, em 1985, após se situarem em 33%, em 1982. Devido a isso, o déficit público consolidado caiu de 13,5% do PIB, em 1984, para 5,7%, no ano seguinte (BM, 1989). O

objetivo explícito da política fiscal, de promover um forte ajuste nas contas públicas, parecia estar sendo bem sucedido.

O segundo aspecto diz respeito à redução dramática no gasto público. Para garantir o ajuste fiscal, a principal medida adotada foi um corte radical nas despesas de capital. O corte acarretou uma redução de 15,7 pontos percentuais nessa categoria de despesa, no período 1982-1987, contribuindo para uma redução do déficit em valor equivalente a 10,5% do PIB. Por conta disso, os investimentos programados para os setores de transporte e defesa sofreram cortes drásticos (BM, 1989). As empresas estatais, em particular, tiveram participação destacada nesse processo de corte. Elas contribuíram com uma redução de 4,5 pontos percentuais na redução da relação déficit/PIB em 1985 (BM, 1989).

Frente a esse cenário de firme contenção de gastos, tanto do setor público como do setor privado, a demanda doméstica sofreu sensível retração, com forte reflexo sobre a trajetória do PIB. Acompanhando a queda do investimento, e a queda de demanda daí resultante, o PIB recuou 0,9% em 1985. Com a retração da demanda por exportações, e sem o estímulo representado pelos investimentos do governo, a economia se estagnaria, registrando decréscimo na renda per capita por dois anos consecutivos (1985 e 1986).

Acuado pela forte retração da atividade econômica, em 1985, e por uma onda de protestos da oposição ao programa de ajuste, o governo foi obrigado a rever sua política de contenção de gastos. De modo a amenizar os efeitos da recessão econômica, um programa de investimentos foi posto em movimento, em 1986, e a política fiscal foi novamente acionada. Resultado da implantação de medidas anti-cíclicas – como a Plano Habitacional e diversos programas de crédito implantados no ano anterior - , um expressivo aumento nos gastos públicos fez com que o consumo interno crescesse 3,5% já em 1986, impactando a demanda agregada e favorecendo o crescimento do produto. Uma revisão do Quinto Plano Quinquenal (1986-1990) também seria efetuada, resultando em suspensão de cortes de despesas. Essas medidas voltariam a colocar a política fiscal em movimento, implicando em forte estímulo à economia. Devido a esse estímulo, e à forte recuperação de setores exportadores, a economia voltaria a crescer no segundo semestre de 1986, interrompendo uma trajetória de queda do PIB que já durava três semestres. Em contrapartida ao aumento da despesa pública, o déficit voltou a aumentar, alcançando 10,6% do PIB em 1986 (BM, 1989).

Em 1987, já diante de um cenário externo mais favorável, o governo voltou a apertar a política fiscal. A repetição da política de contenção de despesas, agora com uma participação ainda mais efetiva das empresas estatais, iniciaria uma trajetória de queda consistente do déficit, deixando para trás uma fase caracterizada por uma política fiscal marcadamente

expansionista. Emblemático dessa nova fase de aperto na política fiscal, um superávit nas contas das empresas estatais, alcançado em 1987, foi a primeira contribuição financeira positiva dessas empresas após seis anos consecutivos apresentando déficits (ver **Tabela 28**). Outro dado relevante da política de ajuste foi o fato do investimento do governo em capital fixo recuar nesse ano, tanto em termos absolutos como em termos relativos. De fato, com a recuperação do setor externo, e com a retomada do investimento privado, o governo pôde reduzir o gasto público, sem risco maior para o crescimento da economia. Embora o investimento público tenha se reduzido em cerca de 20% em termos reais, em 1987, o investimento privado voltou a se elevar. Após cinco anos estagnado, o volume de investimento privado crescerá cerca de 10%, compensando a queda do investimento público e garantindo um crescimento do PIB da ordem de 5,4% do PIB, em 1987 (BM, 1989).

Após ter cumprido o papel de principal promotor do crescimento, na primeira metade da década de 1980, o governo malaio, a partir do esgotamento da capacidade de endividamento do Estado, em 1985, controlaria de modo muito mais rigoroso os gastos com despesas de capital, e também o resultado geral das contas públicas. Em função da mudança de ênfase da política governamental – de uma postura marcadamente desenvolvimentista para uma postura cada vez mais liberal – o governo passou a adotar, a partir do ajuste fiscal de meados da década de 1980, uma política fiscal bastante austera. Esse comportamento se encontrava em linha com o novo discurso do Governo Mahathir, de promover uma política de ajuste e de liberalização, sob o pretexto de assim garantir a continuidade do crescimento.

Tabela 28. Contas consolidadas do Governo, 1982-87 (% do PIB)

	1982	1985	1986	1987
Receitas	33,1	36,3	37,0	31,0
Despesas	30,5	30,9	35,6	32,4
Resultado	2,6	5,4	1,4	-1,4
Superávit das empresas estatais	5,7	7,8	4,5	4,5
Resultado	8,3	13,4	5,8	3,1
Despesas de capital (extra-orcam.)	27,2	19,1	16,4	11,5
Das quais: Governo	20,5	10,5	10,7	7,4

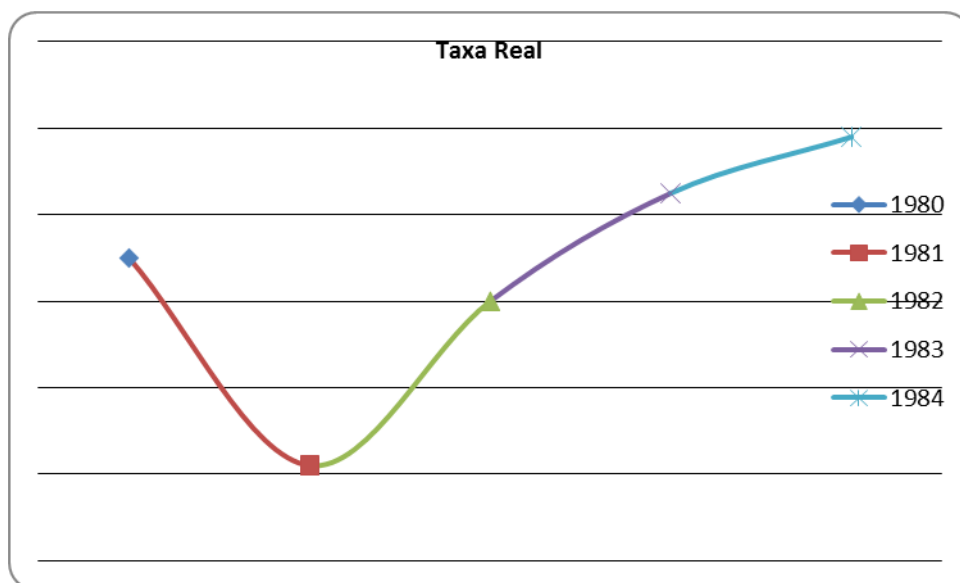
Das quais: Empresas estatais	6,7	8,6	5,8	4,1
Resultado Geral	-18,9	-5,7	-10,6	-8,4

Fonte:BM, 1989

A política monetária adotada no período 1985-87, por sua vez, deve ser focalizada a partir de dois momentos distintos. O primeiro se refere ao período imediatamente posterior a adoção do regime de câmbio administrado. O segundo está relacionado a uma fase posterior, de recuperação da balança comercial malaia, quando o ajuste externo já está concluído. A política praticada no primeiro momento, de juros altos, deveria servir para atenuar a volatilidade da taxa de câmbio, afetada pelas incertezas inerentes a troca de regime. A idéia era que uma política de juros altos, ao atrair capitais externos, neutralizaria o déficit da balança de transações correntes, estabilizando o câmbio. A segunda perspectiva, de flexibilização dos juros, corresponde a etapa de regularização das contas externas do país, quando a política monetária não estava mais condicionada pela política cambial.

Ao final de 1984, o Banco Negara da Malásia, confrontado por uma queda no fluxo de entrada de divisas, se viu pressionado a abandonar o regime de câmbio fixo. Um altíssimo déficit em transações correntes obrigou o governo a permitir a flutuação do *ringgit*. Ao permitir a flutuação do câmbio, o governo se viu obrigado a apertar ainda mais a política monetária (Ver **Gráfico 13**), por receio de que houvesse uma desvalorização cambial excessiva. De modo a evitar maior volatilidade da taxa de câmbio, a política monetária ficaria a serviço da política cambial, contribuindo para garantir um fluxo positivo de divisas para o país.

Gráfico 13. Taxas de juros reais, 1980-1986

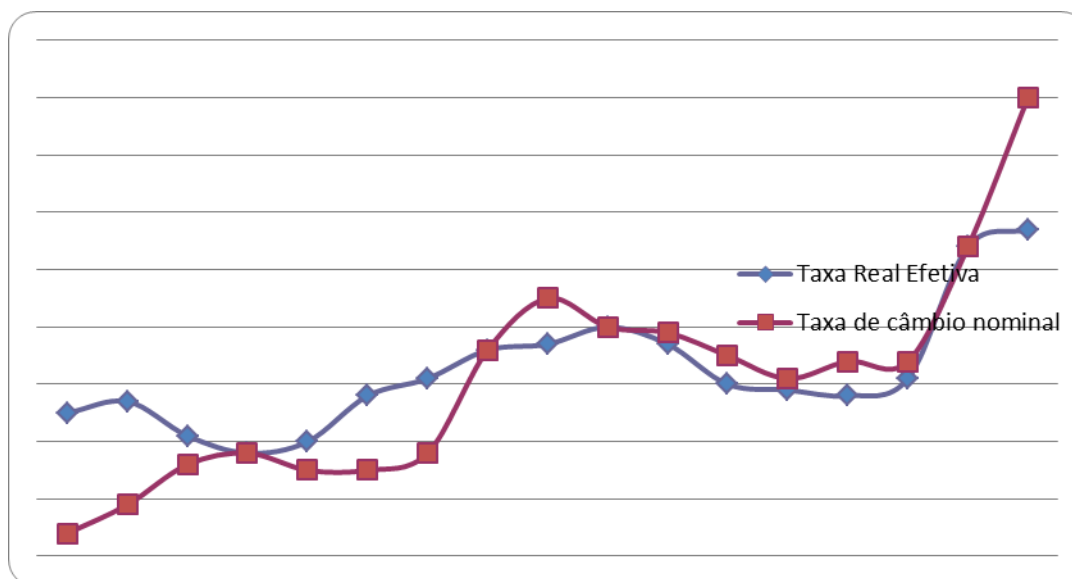


Fonte: IFS, 2007

O segundo momento da política monetária, de flexibilização da taxa de juros, coincide, não por acaso, com a reestruturação da dívida externa. Reescalonado o fluxo de pagamentos do país, e restabelecido o saldo positivo na conta corrente do balanço de pagamentos, a política monetária pôde ser relaxada, com a taxa de juros nominal se reduzindo fortemente; de 8,4%, em 1986, para 2,4%, em 1987. Coincidindo com a redução na taxa de juros, a atividade econômica voltaria a se acelerar fortemente, com a indústria – a principal beneficiária do barateamento do crédito – avançando 7,2% naquele último ano.

Por fim, no que se refere à política cambial, a desvalorização do *ringgit*, em 1985-86, representaria o início do desmantelamento da “armadilha cambial” que havia aprisionado a política macroeconômica da Malásia. A partir da troca de regime cambial, promovida ainda em 1984, o Banco Negara da Malásia permitiu, através de um sistema de flutuação administrada, um “deslizamento” da taxa de câmbio, que fez com que o *ringgit* alcançasse, em termos reais, a mais alta cotação desde 1971 (ver **Gráfico 14**). Ao permitir a desvalorização do *ringgit*, o BC malaio procurava recuperar a competitividade das exportações do país, então seriamente abalada por conta da apreciação cambial do período de câmbio fixo.

Gráfico 14. Variação da taxa de câmbio e da taxa de câmbio real efetiva, 1971-87



Fonte: BM, 1989

De fato, foi o que ocorreu: a troca de regime cambial produziu rápidos resultados no que diz respeito ao ajuste da balança de pagamentos. Em primeiro lugar, fez com que as exportações de produtos industrializados voltassem a crescer fortemente. Uma desvalorização real acumulada de cerca de 20% no biênio 1985-86, recompôs a competitividade dos setores eletrônico e têxtil-confecções, com importantes reflexos sobre a balança comercial do país. Mesmo com uma expressiva queda no preço do barril de petróleo, em 1986, as exportações avançaram 17,6% neste mesmo ano, demonstrando o acerto da reorientação na política cambial.

Corroborando esses bons resultados, o crescimento do PIB e um superávit de 8% na conta corrente do balanço de pagamentos, em 1987, sugeriam que o ajuste macroeconômico havia sido completado. Como indica a **Tabela 29**, o superávit da conta corrente reflete um rápido crescimento das exportações da Malásia. Com a maturação dos investimentos estatais, intensificados durante o período de expansão forçada, as exportações do setor industrial cresceram de forma expressiva, garantindo a solidez do ajuste externo.

Tabela 29. O ajustamento externo, 1984-87 (em % do PNB)

	1984	1985	1986	1987
Mudança nos termos de comércio (%)	6,9	-4,54	-15,6	7,4
Exportação (bens e serviços)	58,2	59,2	61,8	69,5
Taxa de crescimento (%)	13,8	0,4	17,6	11,3
Importação (bens e serviços)	56,2	51,9	54,9	54,7
Taxa de crescimento (%)	6,5	-10,0	-2,7	6,2
Balança de transações correntes	-5,3	-2,4	-0,2	8,1
Financiamento externo líquido	5,3	2,4	0,2	-8,1

Fonte: BM, 1989

3.2.3 O período 1988-1997

3.2.3.1 O contexto político-institucional por ocasião da implantação do modelo liberal

Com a melhora do cenário externo, a partir de 1986, e com o equacionamento dos déficits externo e fiscal, neste mesmo ano, a economia malaia iniciaria um ciclo de acelerado crescimento econômico. Embora o ajuste interno não estivesse completamente concluído – o déficit público ainda alcançaria 10,5% do PIB, em 1986 -, isso não impediu que a economia exibisse, nos dez anos seguintes, taxas médias de crescimento próximas a 9% ao ano. Antes, porém, que a economia consolidasse esse espetacular ritmo de crescimento, o período de ajuste, que se estenderia até 1989, coincidiria com uma fase de intensa agitação política. A política de acerto das contas públicas, devido à drástica redução do investimento público, produziu consideráveis baixas na economia. O mercado de trabalho, em particular, ponto nevrálgico da política malaia, foi bastante afetado. A taxa de desemprego, que até meados da

década de 1980 não ultrapassara 5,5%, se elevou a mais de 8%, em 1987, em boa medida por conta da retração do investimento estatal (BM, 1995). Neste período, ameaçado pelo espectro do desemprego, o governo malaio, ainda liderado pelo Dr. Mahathir, enfrentaria três crises políticas importantes: o episódio da prisão de líderes opositores e de dissidentes do regime, em 1987, a declaração da Suprema Corte de que o principal partido político de etnia malaia estava proscrito, em 1988, e a destituição do presidente da Suprema Corte, em 1989. A recessão e a política de ajuste viriam a provocar reações exaltadas por parte de diferentes segmentos da sociedade malaia, culminando com aqueles três episódios. Apesar das turbulências políticas causadas por essas crises, o partido de Mahathir ganharia a eleição de 1990, consolidando a hegemonia política do primeiro-ministro.

Ainda que fatores externos tenham tido influência decisiva na recuperação da economia malaia, as teses de Mahathir, de que a recessão havia sido debelada graças a sua política de ajuste fiscal e de que o capital estrangeiro havia retornado devido a sua determinação de suspender a NPE, se mostraram vitoriosas diante do eleitorado malaio. As evidências empíricas representadas pelas altíssimas taxas de crescimento registradas no final da década, e a vitória de Mahathir nas eleições de 1990, foram mais do que suficientes para consagrar essas teses.

O discurso do primeiro-ministro para justificar a suspensão da NPE, então vista como sinônimo de investimento público e de promoção de igualdade social, passou a enfatizar a necessidade da promoção de um profundo ajuste nas contas públicas, sob o pretexto de que, só assim, a economia seguiria crescendo. A NPE havia sido promulgada quase duas décadas antes da economia ser atingida pela recessão, com o duplo objetivo de promover o crescimento e combater a pobreza. Apesar de alguma controvérsia quanto aos dados relativos à redução das desigualdades sociais, a verdade é que a NPE conseguiu reduzir a taxa de pobreza na Malásia, de 49% da população, em 1970, para 17%, em 1990. (RAHMAN, 1996). Também houve, sem dúvida, avanço no combate à desigualdade étnico-social. Em 1990, os bumiputeras já controlavam cerca de 20% do capital social das empresas malaias, quando em 1970 detinham apenas 2,5% (RAHMAN, 1996). Assim, inicialmente o discurso de austeridade fiscal do Dr. Mahathir, e a conseqüente suspensão da NPE, passaram a ser vistos com bastante ceticismo, quando não com aberta hostilidade. Em vista dos evidentes avanços sociais da NPE, a política do governo frente à crise passou a ser considerada algo mais do que um simples ajuste, mas uma mudança de rumos na condução da NPE. Assim, a vitória nas eleições de 1990 representaria a legitimação da decisão de promover a substituição de um modelo intervencionista por um modelo liberal. A troca de modelo foi o pano de fundo

da luta política que desembocou nas crises institucionais do final da década de 1980 (Mahathir, 2008). Não obstante a luta política travada em torno da implantação do novo modelo, o governo levou adiante um projeto de liberalização, com forte redução da presença do Estado na economia.

3.2.3.2 O ciclo de crescimento econômico acelerado

A política de ajuste e liberalização adotada a partir de 1985 teve por desdobramento a instituição de um novo modelo econômico na Malásia. O conjunto de medidas que promoveu o ajuste nas contas públicas, além de ter recomposto a capacidade financeira do Estado, também serviu para dar início a implantação de uma nova orientação econômica no país. Caracterizado pela predominância do capital privado na economia, pela desregulamentação da atividade econômica e pela privatização de empresas estatais, o novo modelo substituiria a NPE, ícone da supremacia do capital estatal e da regulação do Estado, cuja atuação modelou o crescimento econômico desde meados da década de 1970.

Concluída a fase de ajuste, e instituídas as primeiras medidas de liberalização da economia, a Malásia iniciaria um ciclo de expansão econômica sem precedentes (ver **Tabela 30**). De modo a analisarmos a evolução do PIB no período em pauta, vejamos, inicialmente, a exemplo do que fizemos na análise da economia vietnamita, o comportamento dos principais determinantes do PIB frente a essa evolução.

Tabela 30. PIB, 1988-1997 (evolução anual %)

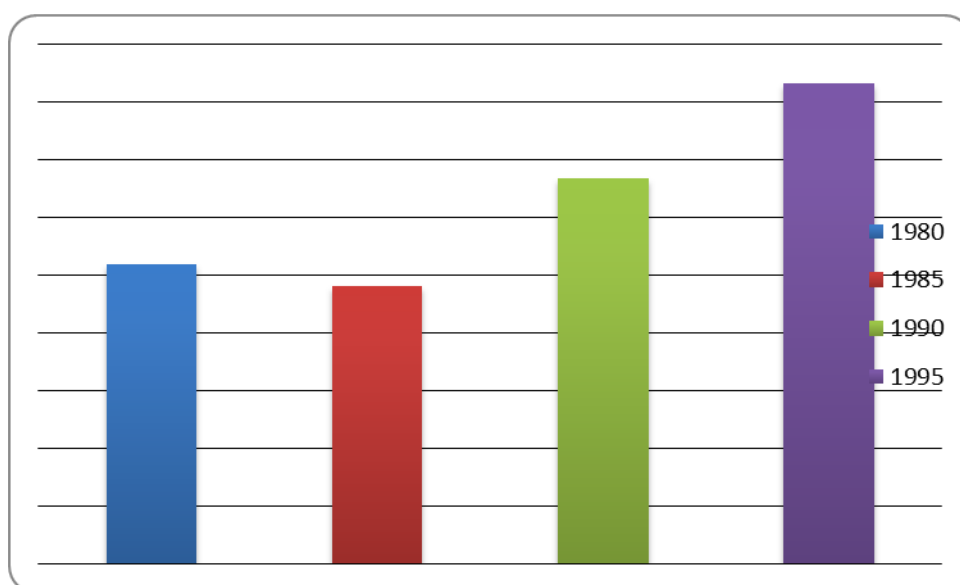
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
PIB	9,9	9,1	9,0	9,5	8,9	9,9	9,2	9,8	10,0	7,3

Fonte: IFS, 2007

Tal qual ocorreu na economia do Vietnã e em várias outras economias do Sudeste Asiático, também na Malásia as exportações se revelariam o principal “motor” do processo de crescimento econômico. Adotado o novo regime cambial, em 1984, as exportações malaias voltaram a crescer de forma acelerada. A desvalorização cambial de 1985-86 fez com que as vendas externas passassem a crescer a um ritmo médio de mais de 20% ao ano, fazendo com que as exportações - que se mantiveram em um patamar médio de 46% do PIB ao longo da

primeira metade da década de 1980 - passassem a equivaler a 77% do PIB, em 1996 (ver **Gráfico 15**). Tal desempenho fez com que o crescimento das exportações superasse o crescimento dos demais componentes do PIB, fazendo com que as exportações se tornassem o principal responsável pelo crescimento da Malásia no período. De menos de US\$ 30 bilhões, em 1988, as exportações saltaram para cerca de US\$ 77 bilhões, em 1996 (FMI, 2001). Os mercados de Cingapura, EUA e Japão eram então os principais destinos das exportações da Malásia, absorvendo cerca de 50% do total exportado pelo país.

Gráfico 15. Exportações, 1980-1995 (em proporção do PIB)



Fonte:IFS, 2007

A rápida expansão das exportações malaias está relacionada, basicamente, ao rápido crescimento do setor industrial do país. Dentre as indústrias que compõe o setor exportador da Malásia se destaca a indústria de equipamentos eletro-eletrônicos, com realce para a indústria de semicondutores. As exportações da indústria de equipamentos eletro-eletrônicos cresceram mais de 200% no período 1988-1996, se tornando responsável, ao fim desse período, por metade das exportações do país, e por 2/3 das exportações de produtos manufaturados. De cerca de US\$ 10 bilhões, em 1988, as exportações dessa indústria passaram a US\$ 41 bilhões, em 1996 (FMI, 2001).

A análise dos componentes do PIB da Malásia revela ainda que o investimento foi a segunda variável que apresentou o maior crescimento relativo dentre os componentes do PIB. Enquanto o PIB avançou a uma taxa acumulada de 126% no período 1988-1996 – crescimento médio anual de 9,2% - o investimento se elevou em cerca de 200% - crescimento médio anual de 11,3% - nesse mesmo período. Com esse desempenho, o investimento passou a ter uma participação de 43% na composição do PIB malaio, em 1996, quando nove anos antes participava com cerca de 30% (FMI, 2001).

O crescimento do investimento no período analisado (1988-96) deve ser creditado, em primeiro lugar, ao aumento dos investimentos privados. Após ter se retraído no período de expansão forçada, e perdido participação relativa no PIB, o investimento privado voltou a aumentar fortemente, a partir de 1987, passando a representar, em 1996, cerca de 70% da formação bruta de capital fixo da Malásia. Dez anos antes, essa participação havia declinado para o equivalente a apenas 50% do total. Os investimentos em setores exportadores estariam na dianteira da recepção desses investimentos, com destaque para a indústria eletro-eletrônica.

Um aspecto institucional importante a destacar no tocante ao crescimento do investimento privado se refere à mudança na legislação malaia. A promulgação da Lei de Promoção do Investimento (LCI), em 1986, representou um ponto de virada na trajetória do investimento malaio. A partir da instituição da LCI e do início do programa de privatização, um novo *modus operandi* caracterizaria a condução da política econômica malaia. A partir daí, uma nova etapa se iniciaria. De 1983, quando se acentuaram as dificuldades associadas ao padrão de financiamento do antigo modelo econômico, até 1986, quando foi promulgada a LCI, o investimento privado experimentou uma queda persistente, que reduziu sua participação relativa no PIB, de 17% para 13%, respectivamente. A partir da vigência da LCI, e da adoção de um conjunto de medidas que desregulamentaria a atividade empresarial na Malásia, o investimento privado voltou a crescer, passando a corresponder a 30% do PIB, em 1996 (FMI, 2001).

Visto sob a ótica setorial, o crescimento econômico esteve fortemente baseado na expansão do setor industrial. Enquanto o setor primário avançou a uma taxa média anual próxima a 2%, no período 1988-1997, o setor industrial cresceu a uma taxa média que superou a marca de 12% ao ano, ultrapassando também o desempenho do setor terciário, que avançou a uma taxa média anual próxima de 8%. Com isso, o setor industrial, cuja participação no PIB equivalia a menos de 30% do total, no início daquele período, passou a corresponder 40,6% em 1997 (FMI, 2001).

O setor de equipamentos eletro-eletrônicos é, certamente, o protagonista da história da indústria da Malásia. O início dessa história remete aos primórdios da introdução do modelo intervencionista estatal, no início da década de 1970, quando o governo iniciou um programa de forte apoio a industrialização do país. Incentivos à exportação, isenção de impostos e outras formas de subsídios fiscais foram benefícios que compuseram a receita governamental para promover o projeto de implantação das chamadas Zonas de Processamento de Exportações, pedra de toque do programa de industrialização do país. Esses benefícios, combinados com a disponibilidade de uma mão-de-obra barata e razoavelmente bem treinada, formaram as condições iniciais para a implantação da indústria eletro-eletrônica na Malásia.

A implantação de uma planta industrial japonesa de produtos eletrônicos, em 1967, marca o início da indústria eletro-eletrônica malaia. Em 1971, a partir do estabelecimento de uma multinacional americana do setor de semicondutores no país, várias empresas estrangeiras buscaram se beneficiar da política de incentivos do governo malaio para o setor. A introdução do negócio de semicondutores serviria, nos anos seguintes, como elemento catalisador para a implantação de vários outros ramos da indústria eletro-eletrônica no país. Ao final da década de 1980, a Malásia se tornaria o principal exportador de semicondutores e o terceiro maior produtor mundial.

Dois indicadores setoriais são reveladores da importância dessa indústria no contexto do desenvolvimento da indústria malaia. O primeiro é o Investimento por Setor Industrial. Do total investido na indústria, no período 1993-1997, a indústria de produtos eletro-eletrônicos desponta em primeiro lugar, com 26,5% do valor total investido (ver **Tabela 31**). Outros setores em destaque - como siderurgia, petróleo e químico - aparecerem com participação que varia de 13,6% a 9,4% do total do investimento. O segundo é o Indicador de Produção Industrial, que aponta a indústria eletro-eletrônica como a terceira mais dinâmica, com um crescimento acumulado no período 1993-1997 de 81,8%, só perdendo para material de transporte (127%) e metais não ferrosos (93,8%).

Um aspecto a destacar no tocante ao desenvolvimento da indústria eletro-eletrônica diz respeito ao avanço dos programas de educação no país. De um estágio em que as atividades do setor se concentravam na simples montagem de partes e componentes, a indústria passaria a se direcionar, cada vez mais, para atividades intensivas em capital e tecnologia. Para isso, a indústria se valeu de pesados investimentos estatais nas áreas de educação e treinamento. A alta proporção de despesas governamentais na área de educação dá bem a medida do interesse do governo na formação de uma mão-de-obra de bom nível técnico, capaz de atender setores intensivos em tecnologia. Em meados da década de 1990, os

gastos do governo com educação atingiam cerca de 6% do PIB, representando 27% das despesas correntes do governo e 22% das despesas totais do orçamento (FMI, 2001).

Tabela 31. Investimentos em Projetos Industriais, 1993-1997 (em milhões de ringgits)

	1993	1994	1995	1996	1997
Total	13.753	22.951	20.869	34.258	25.763
Por Propriedade					
Propriedade Estrangeira	3.713	8.350	6.400	12.956	4.186
<i>Joint ventures</i>	6.520	10.117	8.600	15.122	17.458
Sendo: Maioria Malaia	4.377	7.516	6.240	7.616	10.351
Maioria Estrangeira	2.084	2.506	2.224	7.407	7.014
Propriedades Iguais	59	95	136	99	93
Propriedade Malaia	3.520	4.484	5.869	6.180	4.119
Por Indústria					
Eletro-eletrônico	2.305	6.339	3.152	13.062	6.204
Têxteis	895	1.316	635	480	277
Madeira, móveis	767	2.524	2.112	978	744
Borracha	90	152	171	241	285
Comida, bebida e tabaco	459	923	506	405	760
Petróleo e gás	3	475	708	3.713	6.552
Produtos químicos	2.490	3.533	2.900	3.342	1.323
Produtos minerais não metálicos	2.131	2.473	4.045	3.338	1.591
Produtos básicos de metal	1.967	2.839	3.998	2.166	4.762
Equipamentos de transporte	1.072	877	1.415	1.183	1.027
Produtos variados	1.574	1.500	1.227	5.350	2.239

Fonte: FMI, 1998

Em suma, a análise da economia malaia nesse período reforça a tese de que as exportações tiveram papel preponderante no crescimento econômico da Malásia. Os indicadores revelam a participação crescente das exportações no PIB, corroborando uma estratégia que mirou na demanda externa o mercado consumidor capaz de incentivar o crescimento industrial do país. Essa estratégia se beneficiou de ganhos de escala oriundos do atingimento do mercado consumidor estrangeiro, e também foi bem sucedida ao apostar no aprimoramento industrial e na expansão de setores intensivos em tecnologia. Como a Malásia dispunha de uma população relativamente reduzida³⁸, ao contrário dos países vizinhos, a adoção de uma estratégia comercial externa baseada na promoção de indústrias intensivas em tecnologia se mostrou mais adequada. Apesar de rica em produtos primários, a Malásia apostou no crescimento industrial alavancado pelo mercado externo, conduzindo com esse objetivo a política econômica do país.

3.2.3.3 A condução da política macroeconômica

Nesse período de crescimento acelerado, a política cambial foi, sem dúvida, o destaque da política macroeconômica. Em duas ocasiões – 1994 e 1998 – a política cambial foi conduzida de modo a controlar diretamente o fluxo de capital estrangeiro, com impacto decisivo sobre a trajetória de curto prazo da inflação, do investimento e do PIB.

A partir do final da década de 1980, a Malásia voltou a ser destino de um fluxo relativamente expressivo de capitais estrangeiros. O aumento dos juros nominais (a partir de 1990)³⁹, o forte aumento de liquidez no mercado financeiro internacional, o estabelecimento de um regime de bandas cambiais cujo gerenciamento restringia movimentos bruscos da taxa de câmbio, o rápido crescimento econômico do país (a partir de 1988)⁴⁰, tudo isso concorreu para que a Malásia voltasse a atrair fluxos de capitais estrangeiros interessados tanto em oportunidades de investimento de longo prazo como em ganhos financeiros de curto prazo. Esse movimento culminou com um superávit na balança de capitais equivalente a 22,5% do PIB, em 1993, e com uma entrada líquida de capitais de curto prazo equivalente a 14,1% do PIB, nesse mesmo ano (FMI, 1998).

³⁸ A população do Vietnã é de 27 milhões de habitantes, da Indonésia é de 237 milhões, do Vietnã, de 84 milhões e da Tailândia, de 65 milhões.

³⁹ O juro nominal médio se elevou a 5,9%, em 1990, 7,2%, em 1991, e 7,9%, em 1993 (FMI, 2008)

⁴⁰ Dentre esses fatores também poderia ser incluída a alta da Bolsa de Valores de Kuala Lumpur, cuja valorização no período 1990-1993 foi de mais de 100 %

Os efeitos desse intenso fluxo de capitais logo se fizeram sentir. Entre 1992 e 1993, o *ringgit* se valorizou quase 10% em termos reais, com reflexos imediatos sobre a balança de transações correntes, que registraria um déficit de -4,8% do PIB, em 1993. Como agravante, o fluxo de entrada de capitais ainda implicaria forte aumento na oferta de moeda, o que impactou o mercado de crédito, prejudicando o combate a inflação.

Refletindo as preocupações com o forte fluxo de entrada de capitais estrangeiros, as autoridades monetárias adotaram, em janeiro de 1994, medidas destinadas a regular a entrada de capitais de curto prazo no país. Por conta de um quadro que aliava a necessidade de preservação das contas externas e a “obrigação” de combater a inflação, a economia malaia se confrontava com o seguinte dilema: manter uma política monetária restritiva, visando o combate à inflação ou, alternativamente, relaxar a política monetária, desencorajando o forte fluxo de entrada de capital estrangeiro. As autoridades monetárias consideraram que a autonomia da política monetária deveria ser preservada e que, para tanto, a liberdade de movimentação desses fluxos deveria ser regulada (Umezaki, 2006). A movimentação desses fluxos, vistos como altamente reversíveis e de natureza especulativa, passou a ser encarada como responsável pela geração de uma série de efeitos colaterais. A valorização cambial e a consequente perda de competitividade das exportações foram apontados como principais efeitos negativos do forte influxo externo.

As preocupações com a perda de competitividade das exportações e com a perda de controle sobre os agregados monetários levaram as autoridades malaias a introduzir, em janeiro de 1994, mecanismos de controle sobre determinados fluxos de entrada de capitais. Foram, então, instituídas medidas destinadas a controlar o fluxo de empréstimos de curto prazo e de investimentos de portfólio. As medidas contemplavam, basicamente, as seguintes diretrizes⁴¹:

- (1) proibição de compra de obrigações financeiras com menos de um ano de maturação, no caso de investidores não-residentes;
- (2) restrição de atividades especulativas no mercado *off-shore*, através da proibição, para não residentes, de operação em mercados de derivativos e futuros;
- (3) instituição de limites de responsabilidade dos bancos em compromissos com não-residentes, em moeda estrangeira;

⁴¹ Baseado em Ötker-Robe (2000)

(4) instituição do sistema de depósitos não remunerados para determinadas categorias de capitais externos.

Embora tenha havido uma reação inicial adversa por parte do mercado, com desvalorização cambial e queda da bolsa, as medidas adotadas contribuíram para uma menor volatilidade do mercado num segundo momento. Alguns autores⁴² consideram que os controles foram efetivos tanto em reduzir o volume de entrada como em alterar a composição dos fluxos de capitais externos. De maneira geral, há concordância quanto à efetividade das medidas adotadas. O conjunto de medidas adotadas, notadamente a restrição à responsabilidade dos bancos em manter posições em moeda estrangeira, parece ter tido forte efeito sobre as categorias de influxo de menor prazo de maturação. De fato, o fluxo de capitais de curto prazo se inverteu em 1994, sendo repatriados mais de US\$ 3 bilhões. No entanto, essa forte saída de capitais e uma piora nas contas externas fariam com que as autoridades revissem a imposição de controles. Assim, ao final de 1994, o governo iniciou uma nova rodada liberalizante, cancelando, em dezembro de 1994, as medidas de controle.

Em 1995, a balança de transações correntes voltaria a ficar fortemente negativa (ver **Tabela 32**). A apreciação cambial ocorrida ao longo da primeira metade da década de 1990, ao impulsionar as importações, acarretou efeitos mais graves do que então supunham as autoridades monetárias. Cabe notar, entretanto, que, antes da adoção do mecanismo de controle de entrada de capitais, as autoridades monetárias já vinham atuando ativamente para evitar a valorização do *ringgit*. Umezaki (2006) chama a atenção para o fato de que a política cambial da Malásia, antes da Crise Asiática, poderia ser caracterizada como um regime marcado pelo “medo de flutuar” e/ou como uma “flutuação com salva-vidas”. Isso porque a flutuação, enquanto vigorou, esteve acompanhada de uma ativa política intervencionista por parte do BNM. Como a história revela, a despeito de um regime cambial que não impunha a necessidade de ingerência, a política cambial foi marcada por uma atuação fortemente intervencionista por parte do BNM, que quase o tempo todo exerceu forte ingerência sobre o mercado cambial.

Apesar do empenho do BNM, o déficit em transações correntes alcançou 10% do PIB, em 1995, sendo coberto, em boa medida, pela entrada de capitais de curto prazo no país (ver **Tabela 32**). Essa perigosa combinação se manteria em 1996 e em 1997, só se alterando com a eclosão da Crise Asiática, em julho de 1997.

⁴² Como Ökter-Robe (2000)

Tabela 32. Financiamento do Balanço de Pagamentos, 1994-1997 (em % do PIB)

	1994	1995	1996	1997
Balança de transações correntes	-7,8	-10,0	-4,9	-5,1
Balança de capitais	5,2	7,2	5,3	-0,4
<i>Dos quais: IDE</i>	3,1	3,8	3,6	4,0
<i>Dos quais: capitais de curto prazo</i>	-4,5	1,2	4,1	-4,1

Fonte: FMI, 1999

Da perspectiva da política monetária, a intensa entrada de capitais estrangeiros colocou uma forte pressão sobre o mercado de crédito, dificultando o combate à inflação. A despeito do BNM ter praticado uma política de “esterilização” do fluxo de entrada de capitais - adquirindo divisas e formando reservas - a oferta monetária sofreu forte expansão. A base monetária se elevou em 35,3%, em 1993, e em 16,8%, em 1994 (FMI b, 1998). De modo a conter essa expansão, e conter pressões inflacionárias daí decorrentes, as autoridades monetárias se viram diante da necessidade de elevar a taxa de juros, o que atraiu ainda mais os fluxos externos. Como já mencionado, o mecanismo de controle cambial foi a opção adotada pelas autoridades monetárias. Assim agindo, o governo buscava impedir a contínua apreciação cambial, bem como garantir a autonomia da política monetária.

Com a introdução do controle de capitais, e com a saída de capitais de curto prazo que daí se seguiu, diminuíram as pressões sobre os agregados monetários. Arrefecida a pressão sobre a oferta monetária e sobre o crédito, a política monetária pôde ser relaxada, permitindo ao governo reduzir sensivelmente a taxa de juros. O controle, ao reduzir a entrada de divisas e restringir a expansão do crédito, restabeleceu a autonomia da política monetária, e, ao mesmo tempo, estancou a perda de competitividade das exportações malaias.

Do lado da política fiscal, o governo prosseguiu com o ajuste interno, reduzindo progressivamente o déficit nas contas públicas. A estratégia contemplou um persistente aumento de receita fiscal e uma contenção do gasto público. Com isso, em 1992 o déficit foi zerado, e, a partir daí, o setor público registrou seguidos superávits, fazendo com que a dívida pública como proporção do PIB se reduzisse rapidamente, passando de 46,3% do PIB, em 1993, a 27,8%, em 1997 (FMI, 1998b).

É importante registrar que, para a política fiscal, austeridade não significou interrupção do investimento público. Isso porque o governo optou por concentrar o peso do ajuste nos gastos de custeio, preservando o investimento em setores estratégicos, como transporte e energia. A estratégia foi poupar de cortes tudo o que pudesse contribuir para o crescimento econômico (MAHATHIR, 2008). Mesmo se pautando pela austeridade, a política fiscal não se afastou do objetivo de promover a expansão da infra-estrutura física do país. Enquanto as despesas correntes foram paulatinamente reduzidas, de 82% das despesas totais, em 1994, para 77,1%, em 1997, os investimentos de capital⁴³ aumentaram de forma consistente, passando de 20,1% das despesas totais, em 1994, para 23,5%, em 1997 (ver **Tabela 33**).

Tabela 33. Evolução das despesas do setor público, 1993-98 (em % das Despesas Totais)

	1994	1995	1996	1997
Despesas correntes	81,4	78,1	79,6	77,1
Despesas de capital	20,1	23,2	20,9	23,5

Fonte: IFS, 2007

3.2.4. O período 1998-2006

3.2.4.1. O Impacto da Crise Asiática na economia da Malásia

A fim de financiar seguidos déficits na balança de transações correntes, as economias emergentes do Sudeste Asiático de modo geral adotaram por estratégia a captação de capitais externos de curto prazo. Essa também foi a estratégia da Malásia. Mesmo contando com superávits na balança comercial, a economia da Malásia vinha registrando, desde o início da década de 1990, resultados negativos na balança de transações correntes. Déficits na balança de serviços eram a causa principal desses maus resultados. Até a eclosão da Crise Asiática, a balança de capitais cobria essa diferença.

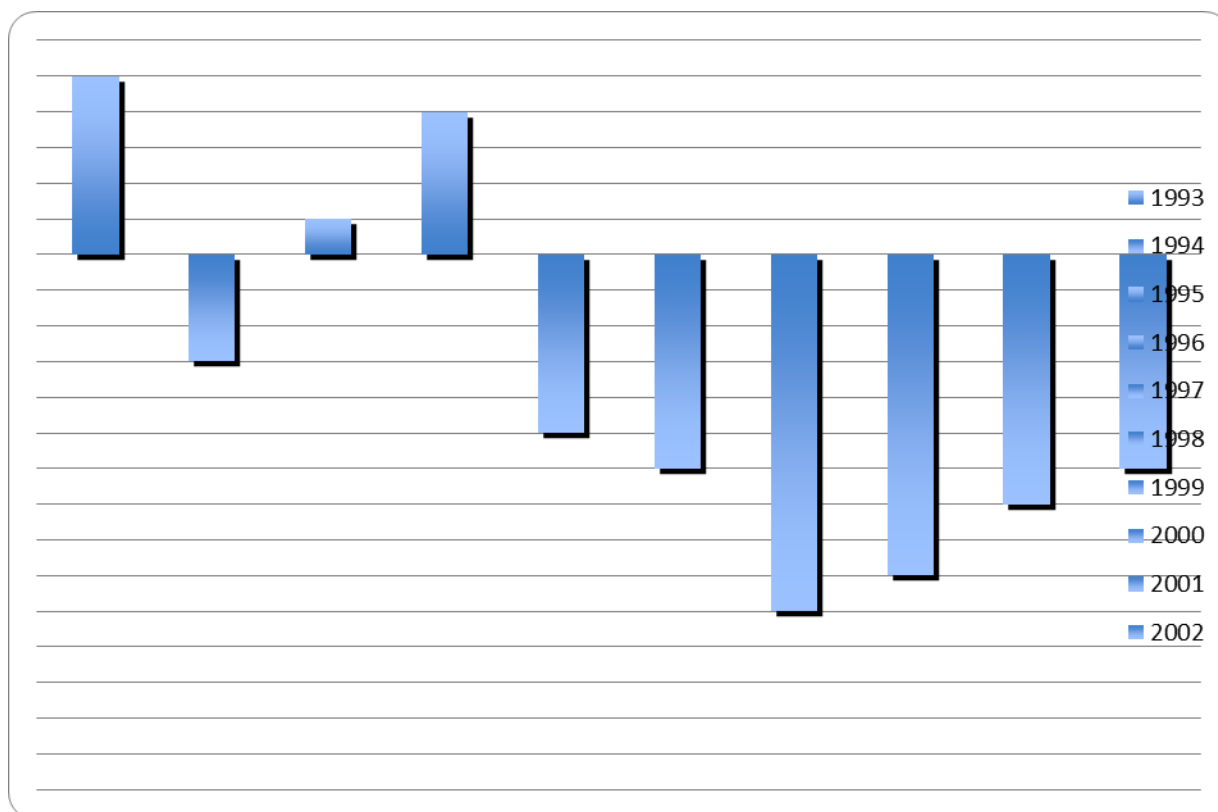
A rubrica “Renda de Investimentos”, da balança de serviços, que girava em torno de 7% do PIB, se constituía no maior fluxo de saída de divisas. Nesta rubrica agrupam-se “Lucros e Dividendos” e “Juros” (FMI, 2001). Ou seja, o déficit em conta corrente malaio era

⁴³ Exclui os investimentos das empresas estatais

decorrência de dois fatores que condicionaram o desenvolvimento econômico recente da Malásia: o investimento estrangeiro e os empréstimos externos. Os rendimentos do primeiro fator e o custo do segundo representavam as despesas de maior peso sobre a balança de transações correntes do país. A partir dessas saídas de divisas, as contas externas começavam a cobrar contrapartidas do modelo que gera crescimento econômico com base em uma intensa entrada de capitais externos.

Em outras palavras, a balança de transações correntes, por causa do elevado nível de endividamento externo – de cerca de 40% do PIB, em 1996 -, e por força do alto grau de internacionalização da economia, teria que ser financiada por uma considerável entrada de capitais externos. Os capitais externos de curto prazo, altamente voláteis, chegaram a registrar, em 1993, uma entrada de US\$ 5 bilhões (ver **Gráfico 16**) - valor correspondente a 5% do PIB e 10% das exportações – o que evidenciava o alto grau de vulnerabilidade externa do país.

Gráfico 16. Fluxo de capitais de curto prazo, 1993-2002 (em % do PIB)



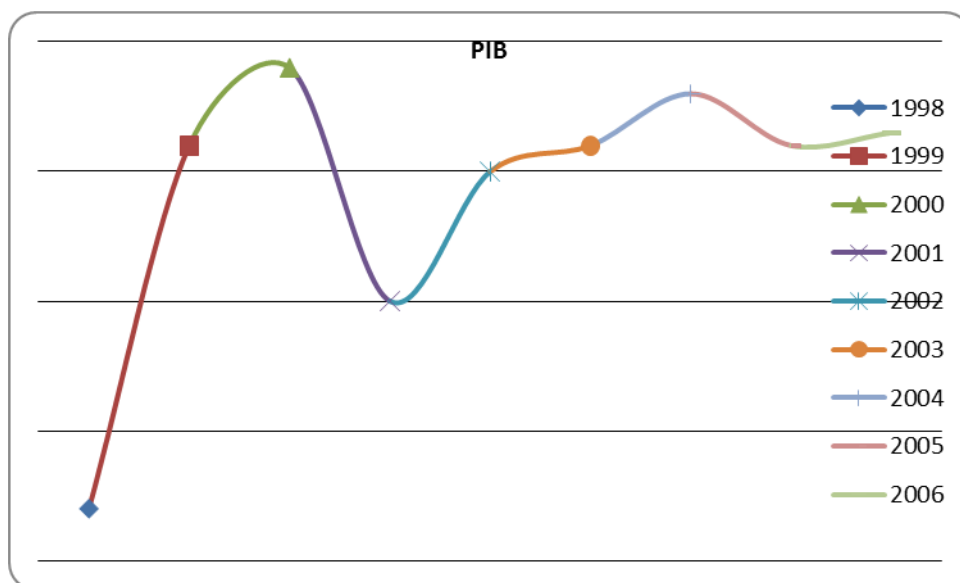
Fonte: FMI, 1998b, 2001, 2005

O esquema acima revela sob quais condições o modelo liberal foi posto à prova. A receita do chamado “Consenso de Washington”, que havia servido de “*blueprint*” para a condução da política econômica malaia, se mostraria um tanto arriscada. Também na Malásia, a política de liberalização comercial e financeira do início dos anos 1990 não foi capaz de resolver o problema da restrição externa do país (o que era uma das propostas desta política). Em primeiro lugar, a liberalização implicou em apreciação cambial e perda de competitividade externa. Em segundo lugar, por consequência da liberalização, o déficit em conta corrente se agravou. À medida que o país crescia, as importações aumentavam, agravando o déficit externo. Em terceiro lugar, a entrada de capitais não compensou o aumento do déficit em transações correntes. Ironicamente, o modelo liberal também produziria um aumento no déficit externo, como já havia ocorrido por ocasião da fase de “expansão forçada”, com o conseqüente agravamento da restrição externa do país.

Em 1997, com a eclosão da Crise Asiática, e a conseqüente fuga de capitais, a economia da Malásia foi fortemente afetada. O canal de transmissão da crise foi o fluxo de capitais estrangeiros. Saíram do país, no período 1997-2000, cerca de US\$ 29 bilhões de capitais de curto prazo. Esse montante representava quase 1/3 do PIB anual do país. O IDE também se reduziu sensivelmente, caindo de uma média anual de cerca de US\$ 6 bilhões, no período 1993-1997, para uma média anual de cerca de US\$ 3 bilhões, nos três anos seguintes (FMI, 1998b; 2001; 2005).

Os efeitos dessa drástica inversão nos fluxos de capitais estrangeiros se refletiram de forma dramática em vários outros indicadores. Em 1998, o PIB recuaria 7,4% (ver **Gráfico 17**), as reservas retrocederiam para US\$ 21 bilhões – após terem alcançado US\$ 27 bilhões, em 1996 - e a inflação se elevaria a 5,2%, - a mais alta taxa dos últimos 15 anos. Tal desorganização da economia também impactaria o mercado de trabalho, provocando um forte aumento na taxa de desemprego. De uma taxa média de 2,4% na primeira metade da década de 1990, a taxa de desemprego saltaria para 3,2% em 1999, e para 8,1% em 2000 (FMI, 2001).

Gráfico 17. PIB, 1998-2006 (variação % anual)



Fonte: IFS, 2007

Em função da intensa fuga de capitais, o investimento foi o componente do PIB que sofreu o maior recuo. De 43% do PIB, em 1997, o investimento recuou para 26% (queda real de 40,9 %), em 1998, devido principalmente à retração na formação bruta de capital fixo do setor privado, que experimentaria um tombo: caiu de 31,8% para 15,5%. As exportações também foram fortemente afetadas, recuando cerca de 7% nesse período. As exportações de *commodities*, que recuaram 15%, foram as principais responsáveis pelo mau resultado. Em linhas gerais, foi esse o quadro gerado pela emergência da Crise.

3.2.4.2 A retomada do crescimento econômico (1999)

Apesar da retração do comércio regional, o governo buscou recompor o equilíbrio das contas externas do país, tendo por estratégia, mais uma vez, o aumento do saldo comercial. A queda vertiginosa das importações, que se retraíram cerca de 30% em 1998, fez com que o superávit da balança comercial mais do que compensasse os déficits somados da balança de serviços e da balança de capitais. Naquele ano, o superávit comercial atingiu US\$ 17 bilhões, fazendo com que a balança de transações correntes registrasse um superávit equivalente a 13,2% do PIB. Seguidos resultados positivos na balança comercial compensaram a maciça fuga de capitais verificada nos anos seguintes, proporcionando uma relativa estabilidade às contas externas da Malásia.

O rápido aumento das exportações, que se expandiram 16,6% em 1999 e 16,5% em 2000, daria continuidade ao ajuste (ver **Tabela 34**). Graças a isso, a balança de transações correntes registrou superávit nesses dois anos, de 12,6% e 8,4%, respectivamente, possibilitando ao país uma recomposição das reservas de divisas, para US\$ 31 bilhões – valor equivalente a cerca de 30% do PIB, em 1999 (FMI, 2004a).

Tabela 34. Balanço de Pagamentos, 1998-2003 (em bilhões de dólares)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Exportações	71,8	84,1	98,4	88,0	93,4	105,0
Importações	54,1	61,2	77,2	69,6	75,2	79,3
Saldo comercial	17,6	22,8	21,0	18,4	18,1	25,7
Balança de Transações Correntes	9,5	12,6	8,4	7,3	7,2	13,4
Balança de Capitais	-2,6	-6,6	-6,3	-3,9	-3,1	-3,1

Fonte: FMI, 2005

A recuperação ocorreu, principalmente, por conta do desempenho da indústria eletro-eletrônica, que aumentou suas vendas externas em cerca de 50% no biênio 1999-2000, com destaque para o segmento de semicondutores. Favorecida pelo crescimento de uma indústria altamente concentrada em atividades intensivas em tecnologia, a economia da Malásia emergiria da Crise Asiática em posição privilegiada. Ela seria beneficiada pelo desenvolvimento tecnológico e econômico que emulou a indústria de semicondutores, em especial a partir da disseminação do uso da internet em âmbito doméstico. Ao longo de quase três décadas, pesados investimentos realizados por empresas multinacionais instaladas no país e contínuo investimento estatal em educação e treinamento de mão-de-obra, transformariam a indústria de semicondutores malaia, que surgiu como atividade fortemente intensiva em mão-de-obra, numa operação fortemente baseada em atividades capital-intensivas. Graças a isso, a indústria eletro-eletrônica da Malásia se tornou um competidor de classe global, alcançando vendas externas de US\$ 58 bilhões, em 2003.

Em 1999, com o forte avanço das exportações, a economia malaia voltaria a crescer. Empurrado pelo setor industrial, que se expandiria 13% em 1999 e 25% em 2000, o PIB apresentaria taxas de crescimento de 6,1% e 8,9%, nesses dois anos. A frente do crescimento econômico estaria a indústria eletro-eletrônica, que, a despeito de exibir uma base instalada que a colocava entre as maiores produtoras de micro-processadores eletrônicos do mundo, crescia a taxas anuais superiores a 15%⁴⁴. A indústria eletro-eletrônica foi largamente beneficiada por investimentos japoneses, que, mesmo durante o período de crise, continuaram fluindo para a Malásia. *Joint-ventures* entre empresas malaias e japonesas estavam a frente da expansão dessa indústria, que foi a principal beneficiária do investimento industrial na Malásia. Cerca de 40% do investimento em projetos industriais, no período 1996-2000, foram direcionados para essa indústria (FMI, 2001).

Em 2001, a economia malaia sofreria novo abalo, provocado por dois acontecimentos gerados no plano externo. O primeiro foi o estouro da bolha especulativa que havia inflado os preços das ações das empresas negociadas na Bolsa de Valores NASDAQ. A queda da NASDAQ, ao afetar diretamente o financiamento das empresas do setor de informática, prejudicaria seriamente a venda de produtos da indústria de semicondutores da Malásia, dificultando as exportações do país. O segundo acontecimento foi o atentado terrorista de 11 de setembro de 2001 que atingiu os EUA. Em função da crise de confiança que se instalou no mercado financeiro - decorrente do pânico provocado pelos ataques terroristas - a economia mundial se retrairia fortemente afetando o comércio internacional. Fortemente dependente do setor externo, as exportações da indústria eletro-eletrônica malaia – principal setor exportador do país - experimentariam uma retração de 13,3%, em 2001, derrubando as vendas externas do país (ver **Tabela 35**). Como reflexo disso, a indústria eletro-eletrônica registraria um recuo de 15,9%, fazendo com que o PIB avançasse apenas 0,3%.

⁴⁴ Em 1999, o crescimento foi de 15,7%, e em 2000, foi de 40,5%(!).

Tabela 35. Exportação, 1998-2002

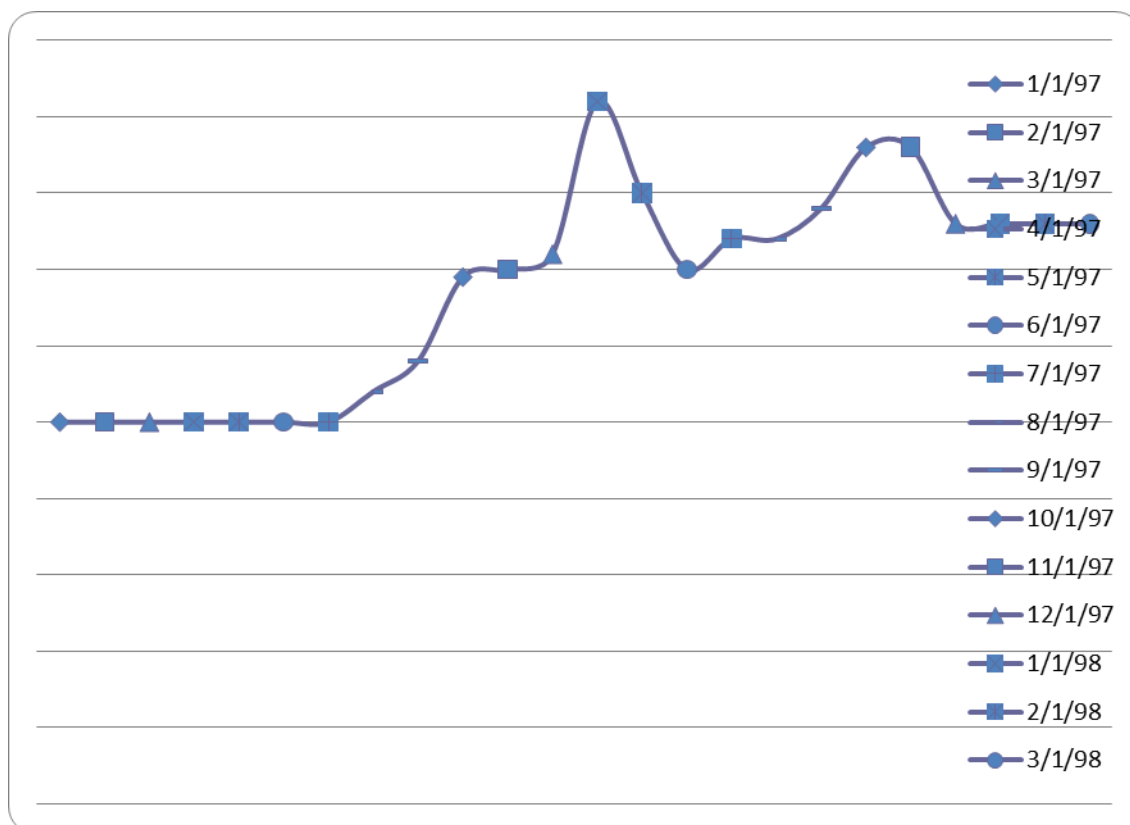
	1998	1999	2000	2001	2002
(a)Exportações totais	73.278	84.621	98.229	87.969	93.178
(b)Exportações do setor eletro-eletrônico	41.375	51.328	60.639	52.712	54.987
a/b	56,50%	60,70%	61,20%	59,70%	58,06%

Fonte; FMI, 2004

Em 2002, a economia da Malásia voltaria a se recuperar, novamente liderada pela indústria eletro-eletrônica. A demanda por exportações de produtos eletrônicos seria, mais uma vez, a impulsionadora do crescimento da indústria eletrônica malaia, fazendo com que as vendas externas e a produção do setor voltassem a se expandir. Graças ao mercado externo, a indústria eletro-eletrônica, juntamente com as indústrias petrolífera, química e mecânica, manteria um acelerado ritmo de expansão, fazendo com que o PIB passasse a crescer a uma taxa anual próxima a 6% nos anos seguintes.

3.2.4.3 A condução da política macroeconômica

A crise tailandesa, em julho de 1997, colocou a economia malaia sob forte pressão externa. A fuga massiva de capitais que afetou a economia tailandesa representou para a Malásia um forte fator desestabilizador. A consequência mais imediata foi, também, uma forte saída de capitais, cujo desdobramento foi uma rápida e aguda desvalorização do *ringgit* (ver **Gráfico 18**).

Gráfico 18. Taxa de Câmbio, 1997-1998 (*Ringgit/dólar*)

Fonte: Kaplan e Rodrik, 2000

Foi dito que um alto grau de abertura externa e um elevado estoque de investimentos estrangeiros caracterizavam a economia malaia. Por conta dessas características, as autoridades monetárias malaias passaram a ter fundados receios de que o *overshooting* cambial decorrente da fuga de capitais do país pudesse ter efeitos nefastos sobre a inflação, sobre o investimento e sobre o PIB. O receio era que uma situação de descontrole cambial pudesse produzir um choque de custos, disparando uma alta de preços. Além disso, havia a preocupação de que a desvalorização cambial pudesse desestabilizar setores industriais fortemente endividados em moeda estrangeira. Além da deterioração do contexto macroeconômico, o risco de inadimplência daqueles setores passou a representar uma ameaça de crise sistêmica para a economia malaia.

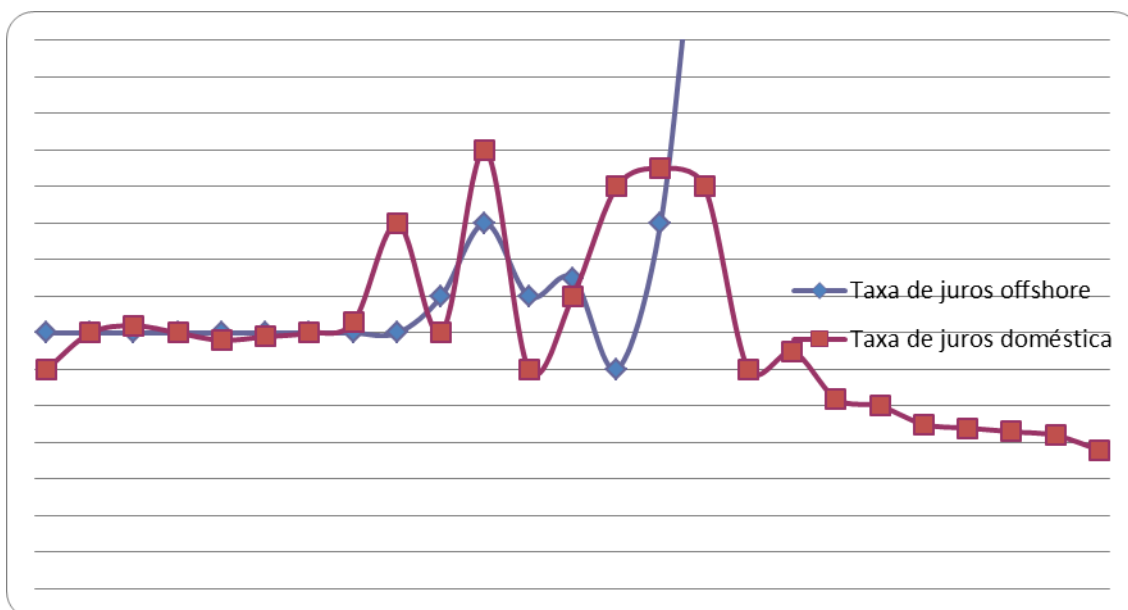
No que se refere à condução da política monetária, é importante inicialmente esclarecer as condições de funcionamento do mercado *off shore* de *ringgit*. Dado o fato de que as autoridades monetárias permitiam aos não-residentes manter à parte do mercado bancário doméstico contas correntes denominadas em *ringgit*, ou seja, era possível aos não-residentes movimentar, comprar e vender *ringgit* fora do âmbito do mercado doméstico (basicamente

através de instituições financeiras sediadas em Cingapura), foi estabelecido um intenso mercado *off shore* de moedas.

O uso da taxa de juros como instrumento de resistência frente à fuga de capitais foi a estratégia inicialmente adotada pelas autoridades monetárias. Mesmo antes do ataque sofrido pelo *bath*, a moeda nacional tailandesa, em julho de 1997, a política monetária malaia já se pautava por uma postura de forte atração de capitais externos. Desde a véspera do ataque ao *bath* até a adoção dos mecanismos de controle de capitais, a taxa de juros, tanto a doméstica como a *off shore* (ver **Gráfico 19**), foi repetidamente utilizada como fator de atração/retenção de capitais estrangeiros. Através do estabelecimento de uma taxa de juros bastante elevada, que nos momentos de maior *stress* remunerava os depósitos *offshore* denominados em *ringgit* em até 40% ao ano (Cf. KAPLAN; RODRIK, 2000), as autoridades monetárias tentavam a todo custo evitar a evasão de capitais que havia atingido as economias emergentes do Sudeste Asiático.

A despeito das altas taxas de juros, a evasão de capitais não foi contida. Repetidos aumentos na taxa de juros foram acompanhados de recorrentes aumentos no fluxo de saídas. Somente com a introdução dos mecanismos de controle de capitais o movimento de saída foi estancado e as autoridades monetárias puderam relaxar a política monetária.

Gráfico 19. Taxa de Juros, 1996-2000



Fonte: Kaplan e Rodrik, 2000

Assim, o caso da Malásia sugere que a adoção de uma taxa de juros muito elevada tem eficácia limitada diante de um movimento especulativo muito intenso no mercado cambial. Essa idéia está em linha com o senso comum que considera que “as pessoas preferem perder os anéis a perder os dedos”. No caso do mercado financeiro, a percepção é a mesma, ainda que revestida de uma pretensa sofisticação. A noção é de que, a partir do momento em que uma operação especulativa com boas chances de êxito é percebida pelo mercado, se processa um efeito sobre os agentes econômicos, conhecido como “efeito-contágio”, que induz o conjunto do mercado a atuar sob a mesma inspiração sob a qual atuavam os agentes especuladores. Esse movimento reflete a aversão ao risco que passa a dominar o mercado. Nos mercados emergentes esse efeito, também conhecido como “efeito manada”, pode provocar fugas massivas de capital (MASSAD, 1998). À semelhança de uma corrida bancária, um movimento de fuga de capitais obedece a uma lógica segundo a qual, no caso de uma corrida por divisas, nem todos os compradores de divisas serão atendidos - segundo o preço e as condições vigentes antes da corrida -, mas somente aqueles que forem os primeiros a resgatar suas aplicações. Ou seja, supõe-se que, frente a uma situação de crise cambial, nem todos os demandantes de divisas serão atendidos, mas somente os primeiros a exercerem a opção de câmbio. O fato de, numa situação de crise, haverem recursos escassos e de vigorar o sistema de fila, e não o de rateio, é o que induz o conjunto dos agentes a procurar, ao mesmo tempo e ao menor sinal de instabilidade, a mesma porta de saída, provocando o movimento de

fuga massiva. Frente à essa lógica, não é difícil entender a ineficácia da política monetária diante da crise. Em função da dificuldade da política monetária de deter a fuga de capitais, a política cambial esteve na linha de frente do combate aos efeitos da Crise Asiática. Por conta da adoção de medidas heterodoxas, a política cambial se tornou objeto de acirrada polêmica (ver, por exemplo, KRUGMAN, 1999a; KAPLAN; RODRIK, 2001; MUSSA, 2001; MAHATHIR, 2008; UMEZAKI, 2006). Nas palavras de Kaplan e Rodrik (2001.p. 2)

[...] But the use of capital controls on outflows as a crisis-resolution measure remain highly controversial, despite a clear-cut economic rationale.

Após vários meses adotando o receituário de políticas recomendado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) – como política monetária apertada e câmbio flutuante -, as autoridades monetárias da Malásia se viram às voltas com um cenário de elevada instabilidade macroeconômica. Em setembro de 1998, diante de um contexto de forte especulação financeira e descontrole cambial, as autoridades monetárias da Malásia adotaram medidas que confrontaram diretamente os interesses do capital de curto prazo estrangeiro na Malásia. As medidas que suscitaram maiores controvérsias foram as seguintes:

- (i) proibição de repatriação de capitais estrangeiros por um período de doze meses⁴⁵;
- (ii) necessidade de aprovação prévia para que não-residentes pudessem comprar ou vender moeda nacional;
- (iii) necessidade de intermediação doméstica na venda de ativos denominados em *ringgit* e;
- (iv) introdução de um regime de câmbio fixo, que contemplava uma desvalorização do *ringgit* muitíssimo acentuada (de 52% em relação ao período pré-crise).

Com a adoção dessas medidas, as autoridades monetárias esperavam conter a acentuada desvalorização do *ringgit*, conduzir com autonomia a política monetária e atenuar a maciça saída de capitais do país.

O resultado mais imediato das medidas foi a eliminação do mercado *off shore* de *ringgit*, que havia gerado alta volatilidade no mercado cambial, e a conseqüente redução da oferta de *ringgit* que abastecia os movimentos especulativos. Apesar da forte reação inicial à

⁴⁵ As autoridades monetárias, preocupadas em preservar o fluxo de IDE, não fizeram incidir sobre a remessa de lucros e dividendos das empresas estrangeiras o mecanismo de controle de capitais.

implantação dessas medidas⁴⁶, o fato do câmbio ter sido fixado em um patamar muito elevado desestimulou o ímpeto desses movimentos (UMEZAKI, 2006). Junto a isso, o fato dos controles terem restringido drasticamente a livre movimentação de capitais também serviu para reduzir a possibilidade de que a especulação continuasse a atuar no mercado cambial. Arrefecidos os ânimos no mercado cambial, o governo também reduziu a taxa de juros, favorecendo o mercado de crédito.

A relativa estabilidade que se seguiu a implementação das medidas permitiu ao governo, em fevereiro de 1999, relaxar a política de estrito controle sobre as saídas de capitais. De modo a restabelecer um ambiente de “normalidade” cambial, as autoridades monetárias substituíram a proibição de repatriação de capitais por um sistema de “pedágio de saída”. A partir daquela data, a conversão de *ringgit* em moeda estrangeira e a repatriação de capitais – se internalizados até 15 de fevereiro de 1999 - passaram a ser permitidas mediante o pagamento de uma taxa que variava de acordo com o tempo de permanência da aplicação. Quanto maior a permanência no país, menor a taxa a ser paga pelas aplicações estrangeiras por ocasião da repatriação. Para recursos estrangeiros internalizados a partir daquela data, a entrada e a saída estariam isentas de taxaço.

A experiência malaia mostrou que a aplicação de controles de capitais pode ser considerada uma alternativa viável em momentos de crise econômica. Nessas situações, a adoção de mecanismos de controle, ao suspender as saídas de capitais, pode dar tempo para que as autoridades monetárias adotem ações corretivas frente à crise. Embora tenha causado forte reação adversa nos instantes iniciais de implantação, os controles de saída se revelaram eficazes instrumentos de combate à especulação e aos desajustes causados por perda de confiança nos mecanismos de mercado. O fato de que a Malásia pagou um preço relativamente reduzido⁴⁷, em comparação com os demais países asiáticos, pela crise que envolveu a região, é sinal de que o uso de controles frente a uma situação de crise não é uma opção a ser descartada.

A emergência da Crise Asiática também marcaria a volta de uma política fiscal expansionista na Malásia. De 1998 a 2003, as despesas orçamentárias se elevaram de 21,8% do PIB para 28,8%. A partir de 1998 a economia malaia voltou a conviver com déficits orçamentários, que, a partir de 2000, passaram a corresponder a cerca de 5% do PIB. É digno

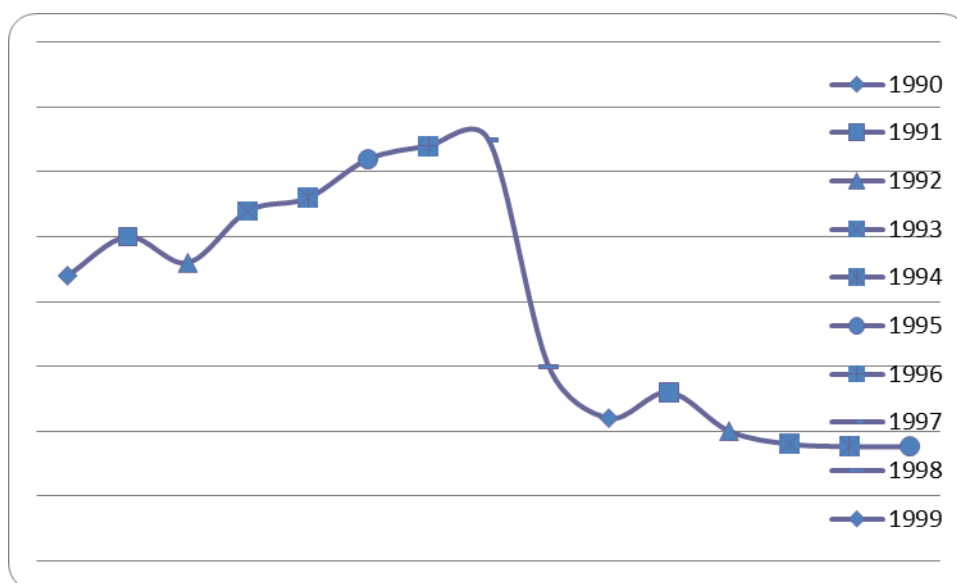
⁴⁶ A imprensa, em geral, repercutiu de forma muito negativa a implantação do controle de capitais. A revista “Forbes Internacional”, por exemplo, noticiou, em setembro de 1998, que “Os investidores estrangeiros foram expropriados na Malásia” (cf. KAPLAN; RODRIK, 2001, p.11)

⁴⁷ A variação percentual acumulada do PIB da Malásia, da Tailândia e da Indonésia, no biênio 1997-1998, foi de, respectivamente, -1,75%, -6,56 e -12,3%.

de nota que a reação da política macroeconômica à crise se deu também na esfera fiscal. O orçamento do governo para o ano fiscal de 1998 já previa um substancial aumento do gasto público (FMI, 2006). Aponte-se que o governo, ao se defrontar com uma redução substantiva do investimento estrangeiro, reagiu de imediato adotando uma postura fiscal expansionista. Aliás, essa reação é mais um dado que indica que a política macroeconômica esteve permanentemente voltada para o crescimento econômico, reagindo a qualquer sinal de ameaça à expansão do PIB.

Esse quadro aponta, sem dúvida, uma nova mudança de enfoque na política fiscal malaia. Após meia década mantendo superávits orçamentários expressivos, a política fiscal buscou compensar uma queda acentuada do investimento privado, que reduziu à metade a taxa de formação bruta de capital fixo privado, no período 1997-99 (ver **Gráfico 20**).

Gráfico 20. Formação Bruta de Capital Fixo Privado, 1990-2004 (em % do PIB)



Fonte: FMI, 1996

A expansão fiscal se manteria nos anos seguintes, segundo o padrão já verificado em períodos anteriores: forte avanço das despesas de capital, que saltaram de 5,8% do PIB, em 1998, para cerca de 9% em 2003. Com isso, em 2003, as despesas de capital voltaram a corresponder a cerca de 1/3 das despesas totais do governo, fazendo com que a participação do setor público na formação bruta de capital fixo voltasse a atingir 15% do PIB, após mais de dez anos registrando taxas próximas a 10% do PIB. Registre-se, ainda, a recomposição dos gastos com educação, que avançam de 4,7% do PIB, em 1998, para 7,6% em 2003.

CAPÍTULO 4 – A POLÍTICA MACROECONÔMICA DO BRASIL

INTRODUÇÃO

Nos últimos vinte e cinco anos (1981-2006), a economia brasileira apresentou um crescimento pífio, em média de 2,4% ao ano. Esse reduzido ritmo de crescimento econômico causa surpresa uma vez que o PIB do país registrou, nas três décadas anteriores, um crescimento médio anual de 7,4%, uma das mais altas taxas do mundo. No período do chamado “milagre econômico” (1968-1972), a economia chegou a crescer a uma taxa média de cerca de 10% ao ano.

Coincidindo com aquele desempenho medíocre, um processo crônico de alta inflação, que chegou a alcançar uma taxa anual de quatro dígitos, marcou a evolução da economia brasileira em toda a década de 1980 e em parte da década de 1990. Com o agravamento do processo de alta inflação, a economia brasileira enfrentou uma série de medidas – como a indexação de preços e salários, o uso de políticas de controle de preços e a adoção de iniciativas heterodoxas de combate à alta de preços – que, devido ao seu próprio insucesso, acabaram por acelerar o processo de alta de preços, comprometendo o crescimento econômico.

A desorganização causada pelo processo inflacionário - seja ao sistema de preços relativos, seja ao planejamento econômico das empresas, ou, ainda, ao quadro macroeconômico mais geral - só viria a ser reparada a partir de 1994, com a implantação do Plano Real. Após várias tentativas mal sucedidas de estabilização, todas elas marcadas pelo uso de medidas heterodoxas, a conquista da estabilidade monetária ocorreria a partir da introdução de um plano revestido de características marcadamente ortodoxas. O plano teve como principais componentes o uso de um sistema voluntário de desindexação, a adoção de medidas de ajuste fiscal, a abertura comercial e financeira externa e a condução de uma política monetária fortemente restritiva.

Apesar da estabilidade de preços, a retomada de um ritmo mais acelerado de crescimento econômico não ocorreu de imediato. Durante os primeiros dez anos (1994-2003) de vigência do plano, a taxa média de crescimento econômico se situou em torno de 2,8% ao ano, frustrando os analistas que previam uma rápida retomada do crescimento econômico como decorrência do fim do processo de alta inflação e da liberalização da economia.

Este capítulo analisa a evolução da economia brasileira no período 1981-2006, destacando dois aspectos: as reformas estruturais introduzidas pelo governo com vistas à liberalização da economia, e o papel da política macroeconômica diante do contexto de mudanças.

O capítulo se divide em duas partes, além desta introdução. A primeira focaliza o novo contexto institucional delineado a partir da introdução das reformas. Ela descreve as principais alterações introduzidas pelo governo com o objetivo de desregulamentar a economia, então atrelada a padrões instituídos na vigência do chamado “modelo de substituição de importações”. A ênfase recai sobre os três principais temas que concentraram a agenda de mudanças: a liberalização do setor financeiro, a desregulamentação do comércio exterior e a reforma do Estado. A segunda parte analisa a política macroeconômica adotada, ressaltando o seu impacto em termos de combate à inflação, o principal objetivo perseguido ao longo do período analisado.

4.1 AS REFORMAS ESTRUTURAIS

4.1.1 O fim do modelo de substituição de importações

A partir de 1988, o governo brasileiro deu início a realização de reformas estruturais na economia que culminariam no abandono do modelo de substituição de importações. Três conjuntos de medidas resumem o escopo das reformas adotadas: a abertura comercial externa, a reforma bancária e do mercado financeiro e o programa de privatização. Essas iniciativas modificariam substancialmente a dinâmica de funcionamento da economia brasileira, abrindo caminho para o fim do modelo de substituição de importações e sua substituição pelo chamado modelo liberal⁴⁸. O novo modelo também estruturaria o ambiente macroeconômico para a adoção de um modelo exitoso de estabilização, baseado no uso de âncora cambial.

Em vários países em desenvolvimento, o período que se estende da 2ª Guerra Mundial até o final da década de 1970 foi marcado pela predominância de políticas de traço keynesiano. O modelo consistia na promoção de políticas que estavam voltadas, no curto prazo, à administração da demanda agregada e, no longo prazo, ao adensamento de setores

⁴⁸ A literatura corrente classifica o novo modelo econômico segundo uma variada nomenclatura: “liberal”, “liberalizante”, “internacionalista”, “de mercado” e “não-intervencionista” são algumas delas.

econômicos vistos como estratégicos. O propósito explícito do modelo era a substituição da importação de insumos e bens de capital, financiados com crédito público e externo (HERMANN, 2004).

Apesar de relativamente bem-sucedido, em termos de crescimento econômico e estabilidade monetária, o modelo seria posto a prova. As restrições impostas à balança comercial pelo aumento do preço do petróleo, em 1973, representariam uma barreira à continuidade do crescimento dos países em desenvolvimento. Com a eclosão do segundo choque do petróleo, em 1979, e com a adoção, pelos EUA, da chamada “política do dólar forte” ficariam evidentes as dificuldades decorrentes de um modelo que dependia de financiamento estatal e de crédito externo. A emergência de um contexto internacional recessivo, de baixa demanda e de altas taxas de juros, viria a penalizar severamente o modelo intervencionista, obrigando a uma revisão dos seus fundamentos.

Três condicionantes, basicamente, restringiriam a continuidade de crescimento do modelo (Cf. HERMANN, 2004): (i) a deterioração dos termos de comércio, pela combinação de alta de preços do petróleo (que pressionava negativamente a balança comercial) com queda de preços das *commodities* em geral (que restringia as receitas de exportações); (ii) a presença de fortes pressões inflacionárias decorrentes da necessidade de desvalorizações cambiais, cujo objetivo era a geração de saldos comerciais positivos; (iii) a piora do resultado fiscal, decorrente da queda da receita orçamentária - produto da retração econômica e da corrosão monetária causada pelo aumento da inflação - e do aumento das despesas públicas - resultado da manutenção de programas de desenvolvimento iniciados na década anterior.

No caso das economias latino-americanas, essas dificuldades seriam ainda mais acentuadas devido ao alto grau de endividamento externo que afligia essas economias. A formação de uma dívida externa de grandes proporções seria substancialmente agravada pelo aumento das taxas de juros internacionais, que passaram a penalizar severamente o serviço da dívida externa daqueles países. A chamada “Crise da Dívida” interromperia os fluxos de capitais para a região ao longo de toda a década de 1980.

Frente a esse contexto de crise cambial e recessão econômica, ganhou relevo entre acadêmicos e *policy-makers* a interpretação de que a recuperação da capacidade de crescimento dos países em desenvolvimento dependia da formulação de um novo modelo. A partir do agravamento da crise, a perspectiva que passou então a predominar nos meios acadêmicos e políticos considerava que o “excesso de Estado”, consubstanciado na interferência do governo na economia - seja através da atuação de empresas estatais, seja através da regulamentação dos mercados - estava na raiz da crise.

De acordo com essa interpretação, o modelo intervencionista gerara distorções nos preços relativos das economias daqueles países, provocando má alocação de recursos e desestímulo ao investimento privado. Essa falta de investimentos, por sua vez, implicou em perda de eficiência da economia, comprometendo a continuidade do modelo. As maiores vítimas desses problemas teriam sido os setores de infra-estrutura (ocupados, em boa parte, pelo Estado) e de bens *tradables* (devido ao protecionismo e ao gerenciamento discricionário da taxa de câmbio), que tiveram sua expansão limitada, restringindo o crescimento de toda a economia.

Segundo essa análise, a ineficiência intrínseca à intervenção governamental, que resultara no esgotamento da capacidade de financiamento do Estado e na formação de uma dívida externa de grandes proporções, recomendava a implantação de um modelo que pouco dependia do Estado. Sob esse ponto de vista, chegava ao fim uma experiência de política econômica que, ao produzir distorções e gerar ineficiências, se traduziu em um processo crônico de alta de preços e estagnação econômica.

4.1.2 A abertura comercial

É consenso entre economistas que, em linhas gerais, três tipos de política se tornaram regra nos países que substituíram o modelo desenvolvimentista. São elas:

- a) Liberalização comercial e financeira: ampliação do grau de abertura da economia a produtos e capitais estrangeiros e desregulamentação do mercado bancário e de capitais;
- b) Redução do grau de intervenção do Estado na economia: condução de políticas de ajuste fiscal e programas de privatização;
- c) Programas de estabilização de preços executados com base na adoção de uma âncora cambial.

Essa combinação de liberalização econômica, equilíbrio fiscal e regime de câmbio administrado foi a receita que possibilitou ao grupo de países que adotou essas políticas reconciliar, ao menos temporariamente, estabilidade e crescimento. Na maioria dos países que haviam adotado políticas intervencionistas, a desregulamentação dos mercados passou a ser a regra. Enquanto um alto diferencial entre a taxa de juros doméstica e a taxa de juros externa

sustentava a credibilidade da taxa de câmbio, a estabilidade cambial e a liberalização comercial promoviam a estabilidade de preços.

No Brasil, o estabelecimento do novo modelo também foi precedido por uma política de liberalização comercial. Ao longo do período 1988-95, o governo diminuiu paulatinamente o grau de proteção comercial doméstica (Ver **Tabela 36**). Em 1988 e 1989, duas reformas promoveram a queda da tarifa média sobre as importações, de 51% para 35%. Boa parte das restrições não-tarifárias foi eliminada em 1990, culminando com o fim da proteção à área de informática, em 1992. A partir do governo Collor (1990-1992), um cronograma de redução tarifária foi estabelecido, fazendo com que a tarifa média sobre importações recuasse de 32,2%, em 1990, para 12,1%, em 1995.

Tabela 36. Tarifas de Importação, 1990-1995

Data	Média	Moda	Mediana	Intervalo	Desvio-Padrão
1990	32,2	40	30	0 - 1-5	19,6
Fev. 1991	25,3	20	25	0 - 85	17,4
Jan. 1992	21,2	20	20	0 - 65	14,2
Out. 1992	16,5	20	20	0 - 55	10,7
Jul. 1993	14,9	20	20	0 - 40	8,7
Jan. 1995	12,1	14	10	0 - 20	6,1

Fonte: Pinheiro et al., 2001, p. 9

Apesar do gradualismo, a política de liberalização comercial foi objeto de acirrada polêmica. De um lado, defensores da abertura argumentavam que o modelo intervencionista passara a dar mostras inequívocas de ineficiência e que a abertura comercial seria o ponto de apoio para um salto de produtividade. Moreira (1999) trata das supostas distorções geradas pelo modelo de substituição de importações, apontando cinco pontos críticos:

- a) A proteção comercial favoreceu os setores escassos em capital e tecnologia, e neutralizou as vantagens comparativas dos setores intensivos em trabalho.
- b) A proteção comercial incentivou a entrada de muitos competidores nos setores intensivos em capital e tecnologia. Esse movimento impediu a formação de estruturas industriais capazes de alcançar economias de escala expressivas.

- c) A imposição de índices de nacionalização elevados conduziu à ineficiência e ao desperdício de recursos.
- d) A proteção comercial, ao impor custos mais elevados aos produtores domésticos, acabou por afetar os setores exportadores, reduzindo a competitividade do produto nacional.
- e) A proteção comercial isolou da concorrência o produtor local, minando os incentivos para a redução de custos e a melhoria da qualidade.

De acordo com Moreira (1999), ao final da década de 1980 as dificuldades do modelo se evidenciariam, com a indústria produzindo bens tecnologicamente defasados, de baixa produtividade, de escalas pouco competitivas e de reduzida competitividade externa. Diante disso, seria inevitável que o atraso da indústria nacional se traduzisse em maior presença de produtos importados no mercado interno, o que se refletiu em perda de mercado para as empresas nacionais.

Parte importante da literatura⁴⁹ que se encarregou de analisar o impacto da abertura aponta dois efeitos principais: (i) ajustes estruturais expressivos, liderados em grande parte pela maior penetração das importações, atingindo de modo mais direto os setores intensivos em capital, em particular bens de capital; e (ii) ganhos de eficiência técnica e alocativa, evidenciados pelo maior crescimento da produtividade e por reduções de margem de lucro em vários setores.

Com relação ao primeiro efeito, Moreira (1999) reporta que os valores relativos aos coeficientes de comércio para a indústria de transformação, referentes ao período pós-abertura (1989-98), mostram um comportamento de crescente penetração das importações. De uma média geral de 4,5% como proporção do consumo aparente, em 1989, os coeficientes de importação passam a registrar uma média de 19,3%, em 1998

Quaisquer que tenham sido os fatores que afetaram a velocidade de crescimento dos coeficientes de importação, é importante afirmar que sua elevação era não só esperada, mas, também, desejada.

Com esta afirmação, Moreira (1999) procura indicar que o caminho em direção a uma alocação mais eficiente de recursos passava pelo aumento das importações. Para ele, somente o argumento de que esse aumento poderia levar à desindustrialização poderia barrar a

⁴⁹ Moreira e Corrêa (1996), Franco (1998), Amadeo (1996), Pinheiro et al.(2001), entre outros

abertura. No entanto, os níveis dos coeficientes apresentados pelo Brasil – de cerca de 20% -, quando comparados com os de outros países, não sustentam a hipótese de que isso tenha ocorrido.

Franco (1998) também ressalta a importância da abertura, chamando a atenção para o seu papel diante do processo de globalização. Para ele, o fato do comércio internacional ter crescido a taxas muito superiores às taxas da produção atesta a crescente importância do processo de abertura. O argumento central é que em um contexto internacional em que predominam as operações das chamadas empresas transnacionais, e dado o peso dessas empresas na economia brasileira, é preciso observar a dinâmica de funcionamento das filiais dessas empresas para se saber como os efeitos da globalização alcançam o país.

O segundo efeito apontado diz respeito à eficiência da economia. Como já mencionado, a abertura também propiciou importantes ganhos de eficiência técnica e alocacional. No que diz respeito aos ganhos de eficiência técnica, Moreira se reporta a trabalhos (BONELLI; FONSECA, 1998); (ROSSI JUNIOR; CAVALCANTI, 1999); (HAY, 1997) que indicam o aumento acelerado da produtividade total dos fatores (PTF) após 1990. Bonelli e Fonseca, por exemplo, estimam um crescimento médio anual de 3,5% da PTF entre 1991-1997, acima das estimativas de Rossi Júnior e Cavalcanti para o mesmo período (2,15%).

No caso da eficiência alocativa, a principal evidência diz respeito à substancial redução dos *mark ups* setoriais. Correa (1997) registrou uma correlação negativa entre os *mark ups* setoriais e a penetração das importações. Ele reporta uma queda de 22,4%, em média, nos *mark ups* nos diversos setores da indústria de transformação, entre 1990 e 1995.

Todos esses dados mostram que a abertura comercial externa teve um considerável impacto sobre a economia brasileira, implicando em importantes mudanças estruturais. Tais mudanças puderam ser percebidas tanto em termos de um aumento substancial no coeficiente de comércio do país, quanto em termos de um aumento no nível de ganhos de eficiência da economia. Em outras palavras, os impactos da abertura significaram uma maior participação do comércio exterior na economia brasileira, acarretando mudanças estruturais e comerciais, bem como um acirramento da competição intra-industrial no mercado doméstico, implicando aumento de produtividade e redução de preços.

De outro lado, os críticos da abertura, alegavam o risco de desindustrialização e desnacionalização que a liberalização implicava. Para eles, era inegável que o modelo anterior tinha estabelecido uma larga e moderna estrutura industrial no país, favorecendo a formação

de um parque industrial relativamente amplo e diversificado. Ilustrando o argumento, apontavam o caso da indústria de transformação, que ampliou drasticamente sua participação no PIB, de 19% em 1955, para 30% em 1990. Mais ainda: os produtos manufaturados, que representavam apenas cerca de 1% do total exportado pelo país, em 1955, passaram a corresponder, ao final da década de 1980, a cerca de 50% das exportações brasileiras (BRESSER-PEREIRA, 1998). Para os que queriam manter as barreiras externas, a liberalização comercial, por ameaçar a sobrevivência da indústria local, poderia colocar em risco essas conquistas.

O risco de fechamento de postos de trabalho em decorrência da desindustrialização era outro argumento dos críticos da abertura. Medeiros (2001) aponta uma redução dos empregos de renda média, entre 1990 e 1996, o que pode ser interpretado como evidência deste risco. Para estes críticos, uma abertura comercial irrestrita, pela ameaça representada pela concorrência externa, poderia desestimular o aumento do investimento produtivo local, implicando redução na oferta de empregos (CASTRO, 1998). Reflexo disso seriam os processos de *downgrading* levados a efeito pelas empresas, como reação à concorrência externa.

Um outro argumento dos críticos era que a abertura comercial, sem a combinação com uma política industrial simultânea, implicava risco de rápida deterioração da balança comercial (CASTRO, 1998). De fato, o avanço das importações correu em ritmo muito mais rápido do que o das exportações. Enquanto estas avançaram 40 %, entre 1988 e 1995, as primeiras se elevaram em 257% no mesmo período.

Para esses analistas, os dados indicam que a abertura comercial, combinada com a apreciação cambial, foi a principal responsável pelo elevado déficit comercial registrado a partir de 1995 (BATISTA, 1996). Evidência disso é que, enquanto a tarifa média de importação se reduziu de 32%, em 1988, para 14,9%, em 1994, o superávit da balança comercial caiu de US\$ 19 bilhões para US\$ 10 bilhões, no mesmo período. Note-se que a taxa de câmbio só começou a se valorizar a partir de 1994. Como mostra a **Tabela 37**, à medida que se aprofundava a abertura comercial, piorava o saldo da balança comercial.

Tabela 37. Balança Comercial (saldo em milhões de US\$)

ano	Valor
1992	15.238,89
1993	13.298,77
1994	10.466,47
1995	(3.465,62)
1996	(5.599,04)
1997	(6.752,89)
1998	(6.574,50)
1999	(1.198,87)

Fonte: IPEADATA, 2009

Por fim, é importante destacar que, tão importante quanto a abertura externa, a criação, em março de 1991, do MERCOSUL foi o acontecimento que produziu a maior mudança de rota no comércio exterior brasileiro na década de 1990. Os dados falam por si: a parcela do MERCOSUL nas exportações brasileiras aumentou de menos de 2%, em 1990, para 10% em 2006, alcançando a Argentina ao posto de segundo maior destino das exportações brasileiras, só superado pelos EUA. Como medida mais importante, o Tratado de Assunção, de constituição do MERCOSUL, previa a redução a zero das tarifas de importação dos países membros, respeitada uma lista temporária de exceções e o uso de uma mesma tarifa externa aplicável para todos os países membros.

4.1.3 A liberalização financeira

Consoante a vigência do modelo de substituição de importações, o mercado financeiro doméstico se apresentava fortemente regulamentado. Até o início da década de 1990 a participação de investidores estrangeiros no mercado acionário brasileiro estava vedada, a conversão de moeda nacional em divisas era fortemente controlada e a manutenção de contas bancárias por parte de não-residentes estava sujeita a várias restrições importantes. A partir de 1987, coincidindo com o altíssimo nível de liquidez do mercado financeiro internacional, o governo brasileiro passou a flexibilizar as regras relativas à movimentação financeira entre o Brasil e o exterior.

Entre 1987 e 1998, o governo brasileiro promoveu seguidas rodadas de flexibilização da legislação que disciplina essa movimentação financeira. Hermann (2002) identifica duas

fases distintas nesse período: (i) a fase de liberalização e alta inflação (1987-1993) (ii) a fase de aprofundamento da liberalização e estabilização de preços (1994-1998).

Liberalização e alta inflação (1987-1993)

Esta fase corresponde a um período em que se inicia uma ampla desregulamentação da legislação bancária e um inédito aumento do grau de abertura da economia, em particular com relação a investimentos estrangeiros em portfólio (direcionado ao mercado de capitais).

Em relação à desregulamentação bancária, duas medidas marcaram a flexibilização da legislação. Em 1988, uma reforma do sistema financeiro flexibilizou o mercado bancário, oficializando a criação de “bancos múltiplos” no país. Esses bancos estariam autorizados a operar em diferentes segmentos da atividade bancária, prerrogativa até então vedada aos bancos comerciais, podendo diversificar amplamente a sua atuação. Essa nova regulamentação ampliou o escopo de atuação dos bancos, contribuindo para o estabelecimento de uma estrutura de mercado mais concentrada.

A segunda medida se refere ao estabelecimento de critérios técnicos para a abertura de novas instituições financeiras no país. A partir de 1988, a desregulamentação implicou na eliminação de exigências político-administrativas para a criação de novas empresas financeiras, abrindo caminho para a entrada de novos grupos econômicos no setor. Paradoxalmente, essa medida não contribuiu para o aumento da concorrência intra-setorial, não impedindo a formação de uma estrutura concentrada no setor.

Essas duas medidas teriam por desdobramento uma mudança na estrutura de mercado do setor bancário. Como a legislação estabeleceu a mudança de um sistema financeiro organizado segundo a regra de segmentação de operações (segmento de crédito e de mercado de capitais) para um sistema financeiro caracterizado pela “amplitude de operação” das instituições participantes, e como os grandes conglomerados financeiros já operavam segundo esse modelo, essas organizações aumentaram significativamente sua participação no PIB bancário, passando a dominar o setor (Hermann, 2002:267)

No que diz respeito à abertura da economia à entrada de capitais estrangeiros em aplicações de portfólio, a edição de quatro medidas, adotadas ao longo do período 1987-1993, impulsionaria a liberalização do mercado financeiro local. A primeira dessas medidas versava sobre a permissão para a entrada de capital estrangeiro no mercado de capitais. Através da

Resolução 1289, editada em março de 1987, o Conselho Monetário Nacional permitiu a investidores estrangeiros adquirir ações e debêntures emitidos por empresas brasileiras.

A segunda medida – o Anexo IV da Resolução 1289 –, que representa o grande divisor de águas no tratamento do capital estrangeiro no Brasil, permitiu aos investidores estrangeiros adquirir diferentes tipos de títulos financeiros (e não apenas ações e debêntures) no mercado financeiro brasileiro. Além disso, a partir daí, os investidores institucionais de procedência estrangeira não mais precisariam constituir pessoas jurídicas para esse fim, estando autorizados a negociar no mercado financeiro brasileiro em seu próprio nome.

A terceira medida, a permissão para que instituições financeiras emitissem novos títulos financeiros (como *commercial papers*, *notes* e *bônus*) destinados à captação de recursos estrangeiros, possibilitou aos agentes financeiros locais diversificar as suas ferramentas de captação de recursos estrangeiros

A quarta medida – o Anexo V da Resolução 1289 - permitiu que as empresas brasileiras emitissem ações que podiam ser negociadas no mercado internacional, em particular *ADRs* (*American Depositary Receipts*)⁵⁰).

Com a adoção dessas medidas, a entrada de capitais estrangeiros no mercado financeiro brasileiro foi fortemente incentivada, com importantes reflexos sobre a balança de transações correntes do país. Seguindo a regularização do passivo externo e a liberalização financeira, a intensificação da entrada de capitais externos possibilitaria a montagem de um plano que incluiria a utilização de uma âncora cambial, elemento crucial tanto no processo de desindexação que garantiu o fim da inércia inflacionária, como na posterior manutenção da competitividade das importações.

Liberalização e estabilização (1994-1998)

A segunda fase da política de liberalização financeira foi marcada pelo esforço de reintegração do país ao mercado financeiro internacional. Essa fase compreendeu a conclusão das negociações relativas à dívida externa e o aprofundamento da abertura do mercado financeiro brasileiro. A conclusão do acordo de renegociação da dívida externa, em 1994, possibilitou ao país retornar ao mercado financeiro internacional, do qual esteve excluído desde a moratória decretada em 1987, enquanto o aprofundamento do processo de liberalização financeira impulsionou a participação de investidores estrangeiros no mercado

⁵⁰ Títulos de empresas – equivalentes a ações - negociáveis na Bolsa de Valores de Nova York.

bancário local (Batista-Júnior, 1995). Como desdobramento desse processo de regularização do passivo externo, um programa de estabilização foi posto em prática, tendo a moeda norte-americana o papel de âncora cambial.

No que se refere a dívida externa, a renegociação dos valores vencidos (e a vencer) nos moldes do Plano Brady, ao possibilitar a regularização dos pagamentos em atraso, recuperou a capacidade de financiamento externo do país. Com o fechamento do acordo da dívida, em 1994, os bancos estrangeiros aceitaram reescalonar o cronograma de amortização da dívida e conceder descontos no valor do principal. A partir daí, a economia brasileira voltou a receber um expressivo fluxo de capital estrangeiro, revertendo a tendência de saída de capitais que perdurara por mais de uma década. Esse fluxo garantiria a manutenção da âncora cambial que sustentava o programa de estabilização, possibilitando o êxito da empreitada.

Quanto ao aprofundamento da abertura financeira, a legislação⁵¹ que foi adotada nesse segundo período acabou por facilitar a entrada de bancos estrangeiros no mercado financeiro local. Além da adoção de um conjunto de medidas que, em última análise, facilitava a conversibilidade da moeda local, como a ampliação dos limites de operação (compra de divisas) das instituições financeiras no mercado cambial e a autorização de compra de *bradies* por parte de residentes, o governo permitiu a entrada de diversos bancos estrangeiros no país. Entre 1995 e 1998, sessenta e quatro autorizações foram concedidas para a entrada de bancos estrangeiros no Brasil.

Complementando o rol de medidas que liberalizaram o mercado financeiro brasileiro, o governo permitiu, em abril de 1996, que não-residentes mantivessem contas bancárias (as chamadas CC-5) denominadas em reais e conversíveis em dólares. Através dessas contas, seus titulares tinham acesso a todos os tipos de operações financeiras disponíveis no mercado doméstico. A partir da Circular 2677/96 do Banco Central (BACEN), foram eliminados os limites quantitativos à remessa de divisas ao exterior.

Em resumo, após um período de dez anos (1987-1996), a legislação brasileira, inicialmente avessa à participação de grupos empresariais estrangeiros no setor bancário e restritiva quanto à entrada de capitais estrangeiros no mercado de capitais, permitiu o estabelecimento de uma estrutura de mercado no setor bancário que contempla uma importante participação de bancos estrangeiros e um mercado de capitais que conta com expressiva participação de investidores externos.

⁵¹ Basicamente a “Exposição de Motivos” n. 311, do Ministério da Fazenda, de agosto de 1995.

4.1.4 A reforma do Estado

A reforma do Estado é o terceiro vértice da tríade de políticas que constituem o cerne das recomendações emanadas do chamado Consenso de Washington. Juntamente com a abertura comercial e a liberalização financeira, a reforma do Estado compôs o repertório de políticas econômicas que o Brasil (e vários outros países em desenvolvimento) colocou em marcha a partir do final da década de 1980. A reforma tinha por principal objetivo superar as restrições colocadas pelo esgotamento da capacidade de financiamento do Estado.

As políticas de estabilização, ao lado das políticas de recuperação fiscal, se encontravam na linha de frente da agenda de reformas que redimensionou o papel do Estado na economia. Desde meados da década de 1980, programas de reforma do Estado incluíam a promoção de programas de combate à inflação. México e Argentina se constituem em exemplos de casos em que políticas liberalizantes acompanharam a implementação de programas bem sucedidos de estabilização. No caso desses países, a fórmula da estabilização incluía a adoção de uma âncora cambial, à promoção de um programa de ajuste fiscal e a liberalização comercial e financeira.

No Brasil, a implementação de uma política de estabilização exitosa só viria a ocorrer vários anos após o início da política de abertura financeira. A demora na renegociação da dívida externa, as pressões contrárias à realização de uma reforma fiscal efetiva e as dificuldades políticas inerentes a vigência de um mandato presidencial “tampão”⁵², entre 1992 e 1994, condicionaram a adoção de uma política de estabilização que só poderia ser adotada depois de alcançado um acordo externo que permitisse o uso de uma âncora cambial.

Sendo a política macroeconômica o tema central da segunda parte deste capítulo, e sendo a política de estabilização objeto daquela política, o trabalho a seguir se concentra unicamente na descrição e análise do processo de privatização que foi levado a cabo pelo governo brasileiro ao longo da década de 1990. Na segunda parte serão apresentadas as diferentes tentativas de estabilização que foram levadas a efeito ao longo de todo o período aqui analisado.

4.1.4.1 A política de privatização no Brasil (1987-1999)

⁵² O Presidente Itamar Franco assumiu a Presidência da República em decorrência do *impeachment* do Presidente Fernando Collor, governando de 1992 a 1994.

Em março de 1990, o governo brasileiro baixou a Medida Provisória 155 instituindo o chamado Programa Nacional de Desestatização (PND). Desde então, se iniciou no Brasil um processo de desmobilização de ativos do Estado que resultou em um dos maiores programas de privatização do mundo.

Segundo Pinheiro e Giambiagi (2000), quatro aspectos da privatização revestem-se de especial importância⁵³. O primeiro se relaciona ao fraco desempenho macroeconômico do país e se constituiu no principal argumento do programa de privatização. A necessidade de reduzir gastos públicos e a deterioração dos serviços prestados pelas empresas estatais forneceram os motivos pelos quais o programa de privatização conquistou o apoio político necessário a sua implementação.

O segundo aspecto diz respeito à sinalização que a privatização representa, em termos da redução da interferência do Estado na economia. Tal sinalização asseguraria maior facilidade de acesso do país ao mercado financeiro internacional, aumentando também a atração sobre o investimento direto estrangeiro.

O terceiro aspecto se refere ao papel da privatização em favor da estabilidade macroeconômica. O programa de privatização, ao atrair investimentos externos, contribuiu para financiar o déficit da balança de transações correntes e para impedir que a dívida pública assumisse trajetória explosiva, apesar do crescente desequilíbrio fiscal.

Por fim, o quarto aspecto se relaciona aos benefícios fiscais de longo prazo que a privatização poderia proporcionar.⁵⁴

Não obstante os benefícios esperados do programa, o processo de privatização não se revelou uma tarefa de fácil execução. Em função dos variados interesses que o programa atingia, vários percalços tornaram a privatização um processo moroso e conturbado. O programa de desestatização teve como principal operador o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Através de um processo que culminava num leilão de venda, o BNDES adotava os procedimentos necessários a preparação da venda, bem como a definição de um preço mínimo a ser respeitado no leilão. Um primeiro aspecto polêmico do processo de venda dizia respeito à possibilidade dos potenciais compradores se utilizarem das chamadas “moedas podres”. Essas moedas eram constituídas por um certo tipo de títulos públicos que eram assim chamados por serem negociados no mercado financeiro

⁵³ Pinheiro e Giambiagi (2000) apontam cinco aspectos, dos quais, por pertinência ao tema deste trabalho, indicamos quatro.

⁵⁴ O fracasso no controle da inflação e a limitação que isso representava em termos da possibilidade de adotar um programa de privatização mais ambicioso é apontado como o quinto aspecto.

com deságios substanciais. Nos leilões de privatização, o governo aceitava como pagamento a entrega de “moedas pobres” contabilizadas pelo seu valor nominal.

O processo de privatização se revelou, com o passar do tempo, muito mais problemático do que se previa quando do lançamento do PND. A lentidão na avaliação das empresas, as pressões políticas contrárias e as desconfianças que envolviam o programa fizeram com que cada venda se arrastasse por vários meses. Uma segunda fonte de problemas foi a má situação financeira das empresas, que acarretava a necessidade da regularização do passivo antes da realização da venda. Outra causa da demora na venda das empresas foi a batalha judicial que o governo teve que enfrentar contra os opositores da venda, como sindicatos, associações de funcionários e partidos políticos.

Desde o início da vigência do PND, a venda das empresas a serem privatizadas esteve sob constante risco de não efetivação. Após o *impeachment* do Presidente Collor, e com a posse do Vice-Presidente Itamar Franco, em 1992, o programa foi momentaneamente paralisado. Após um período em que as empresas a serem privatizadas passaram por um processo de reavaliação, o novo governo deu continuidade ao programa, passando a exigir pagamentos em moeda corrente⁵⁵, maior pulverização do controle acionário das empresas e venda de participação minoritária detida pelo governo em diversas empresas. Apesar de adotar um discurso nacionalista, manifestando, por exemplo, sua oposição à venda da Usiminas, o Governo Itamar Franco passou a permitir a participação irrestrita de estrangeiros no PND.

Com o prosseguimento do PND, e com a introdução das novas regras, foi consideravelmente ampliado o alcance da privatização. A maioria das empresas estatais do setor industrial foi privatizada no período 1991-94, incluindo todas as empresas estatais do setor de siderurgia e boa parte das empresas do setor petroquímico (PINHEIRO; GIAMBIAGI, 2000).

Com a eleição do Presidente Fernando Henrique Cardoso, a privatização galgou posições na agenda do governo, passando a ter uma importância sem paralelo anterior. A partir da posse do novo governo, se iniciou uma fase na qual novos setores foram incluídos no programa, como mineração e infra-estrutura, e também se estendo a estados e municípios o alcance do programa. Segundo Pinheiro e Giambiagi (2000), essa fase contrasta com a anterior em três aspectos: a introdução de um novo modelo institucional, o redimensionamento do alcance do programa e a revisão dos objetivos do programa.

⁵⁵ A partir de 1993 se estabeleceu um piso para o uso de dinheiro na aquisição das empresas privatizadas.

Quanto ao modelo institucional, o governo instituiu, a partir de 1995, um conjunto de medidas que destravou as amarras legais que restringiam o escopo do programa. As principais medidas foram a Lei de Concessões (Lei 8.987), estabelecendo regras para as concessões no setor de utilidade pública; as emendas constitucionais que acabaram com os monopólios nas telecomunicações e no setor petrolífero e o fim da distinção entre empresas brasileiras de capital nacional e estrangeiro.

No que diz respeito ao alcance da privatização, por conta do novo modelo institucional implantado a partir de 1995, foram incluídas empresas públicas pertencentes a estados e municípios no escopo do programa. A importância da inclusão de estados e municípios se deve ao fato de que a participação destes no programa implicou em redução mais acentuada no déficit das empresas estatais, uma vez que as empresas estatais não-federais eram as principais responsáveis pelo déficit do conjunto das empresas estatais. De outro lado, o governo federal assumiu dívidas dos governos estaduais, exigindo, em contrapartida, que os estados alienassem ativos estaduais.

Em âmbito federal o alcance da privatização também foi ampliado, mediante a inclusão de empresas estatais dos setores de mineração, energia e outros.

Quanto aos objetivos da privatização, o foco se deslocou da questão microeconômica (a baixa rentabilidade das empresas) para se concentrar em questões mais amplas, como a redução da dívida pública e a geração de divisas.

Ressalte-se, que, com o avanço do programa e com a proposta de venda de empresas de setores mais promissores, as condições de alienação das empresas se tornaram mais rigorosas, com o governo deixando de aceitar as chamadas “moedas podres” nos leilões de venda. Setores que apresentavam melhores perspectivas de rentabilidade passaram a atrair grandes grupos empresariais estrangeiros, mobilizando vultosas somas.

Entre 1990 e 2005, no âmbito do PND foram feitas 71 desestatizações, totalizando receitas de US\$ 30,8 bilhões. Além disso, por conta das vendas, foram transferidas para o setor privado cerca de US\$ 9,2 bilhões em dívidas das empresas negociadas. O resultado geral das privatizações no período 1990-2005 atingiu US\$ 105 bilhões distribuídos no âmbito federal (PND e Lei Geral das Telecomunicações) e estadual, como pode ser visto na **Tabela 38**.

Tabela 38. Resultado Geral das Privatizações (US\$ Bilhões).

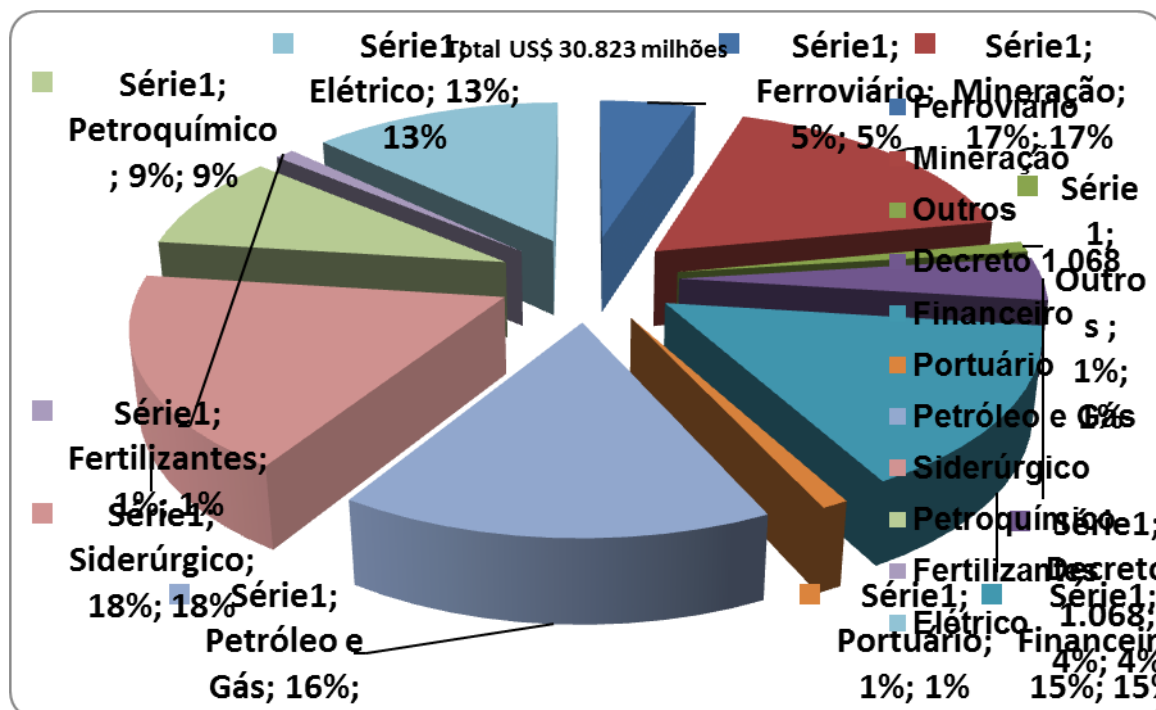
Programa	Receita de	Dívidas	Resultado Total
-----------------	-------------------	----------------	------------------------

	Venda	Transferidas	
Privatizações Federais	59,8	11,3	71,1
PND	30,8	9,2	40,0
Empresas de telecomunicações	29,0	2,1	31,1
Privatizações Estaduais	28,0	6,7	34,7
TOTAL	87,8	18,0	105,8

Fonte: BNDES, 2005

Em termos setoriais, registre-se a importância dos setores petrolífero, de mineração, siderúrgico e financeiro (ver **Gráfico 21**), que, juntos, foram responsáveis por cerca de 70% das receitas auferidas. O processo de desestatização no setor de telecomunicações foi regulamentado pela Lei Geral de Telecomunicações, setor que foi responsável por uma receita de cerca de US\$ 30 bilhões.

Gráfico 21. Privatização: Receita por Setor (% do total)



Fonte: BNDES, 2005

Além do impacto sobre a dívida pública, registre-se também o impacto da privatização sobre as contas externas do país. Até o início de 1999, os investidores externos eram

responsáveis por quase 45% do capital aplicado no programa, o que se traduziu em maior entrada de capitais estrangeiros no país.

4.2 A POLÍTICA MACROECONÔMICA DO BRASIL

O objetivo da segunda parte deste capítulo é analisar a política macroeconômica brasileira dos últimos vinte e cinco anos (1981-2006). Para isso, o trabalho divide o objeto de análise em quatro períodos: o primeiro (1981-1985) se estende do início da política de juros altos do *Federal Reserve* (FED) à consecução de um ajuste externo (1983-84) que, graças à contração das importações, superou os entraves externos decorrentes do estrangulamento cambial. O segundo (1986-1993) cobre o ciclo de “choques heterodoxos”, ciclo este consubstanciado nas várias tentativas de superar o processo de alta inflação através de desindexações forçadas. O terceiro período (1994-1999) cobre a fase que vai da implantação do Plano Real - que supera o processo hiper-inflacionário então em marcha - ao fim do regime de bandas cambiais e disparada da taxa de câmbio (*overshooting* cambial). O quarto período se inicia com a implantação do regime de câmbio flutuante e do Sistema de Metas de Inflação, e se encerra com a conclusão do primeiro mandato do Governo Lula.

4.2.1 O período 1981-1985

4.2.1.1 Antecedentes da crise da dívida externa

Como é amplamente sabido, o processo de industrialização brasileiro entre meados da década de 1950 até o final da década de 1970 se constitui em caso exemplar de substituição de importações liderada pelo Estado (CASSIOLATO et al., 1998). Assim, uma das características principais do desenvolvimento industrial brasileiro no período diz respeito ao papel do Estado na promoção da industrialização. A intervenção estatal foi efetivada através do financiamento de grandes projetos de investimento e da criação de empresas voltadas ao fornecimento de insumos necessários à industrialização pesada. No início da década de 1970, o investimento público era responsável por cerca de 40% da formação bruta de capital fixo (CASSIOLATO et al., 1998). Em 1974, 19 das 20 maiores empresas brasileiras e 45 das 100 maiores eram estatais (Ibidem).

Ao final da década de 1960, a partir das ações do Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), a economia brasileira iniciou um novo ciclo de forte expansão. Sob esse contexto de rápido crescimento econômico, marcado por elevada dependência em relação ao petróleo, o país se defrontou, em 1973, com a Crise do Petróleo. A Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) estabeleceu, naquele ano, um aumento vertiginoso nos preços do petróleo. O Brasil, que importava cerca de 80% do petróleo que consumia, teve sua balança comercial fortemente afetada. Com a alta do petróleo, o déficit da balança de transações correntes atingiu o equivalente a 6,5% do PIB, em 1974.

Diante do quadro de deterioração das contas externas, a estratégia adotada pelo governo foi a de intensificar ainda mais o programa de industrialização. Isso foi feito através da implantação do II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND), que indicou as indústrias de bens de capital e química fina como os setores prioritários em termos de investimento estatal. Assim, o governo também buscou, através das empresas estatais, a participação de empréstimos externos no financiamento dos programas de investimento. Ao longo da segunda metade da década de 1970, as empresas estatais, com endosso do governo, se constituíram em clientes preferenciais dos bancos internacionais, então abarrotados com recursos que os países exportadores de petróleo passaram a despejar no mercado financeiro internacional. Dessa forma, ingressaram no país empréstimos que financiariam os déficits comerciais causados pelo aumento das importações de petróleo.

Um aspecto crucial do esquema de financiamento dos bancos internacionais residia no fato de que os empréstimos eram concedidos com base em contratos que previam taxas de juros flutuantes, isto é, as taxas de juros que incidiam sobre os empréstimos não eram fixas, mas variavam de acordo com a taxa vigente. Em outras palavras, tal flutuação aumentava a vulnerabilidade da economia brasileira, dado que, numa perspectiva minskyiana, o país, aceitando essa condição, assumia uma estrutura de financiamento claramente especulativa. Essa uma característica distintiva do endividamento latino-americano, que, diferentemente das economias do sudeste asiático, que basearam seu endividamento em agências multilaterais de crédito, concentraram fortemente sua captação de recursos no sistema bancário internacional.

4.2.1.2 A Crise da Dívida Externa

Após dois anos de uma política de ajuste (1975-76) - que reduziu o déficit da balança de transações correntes para 2,2% do PIB, em 1977 - uma nova alta do preço do petróleo, em 1979, voltou a afetar as contas externas do país. Em decorrência dessa nova alta dos preços do petróleo, um forte aumento de preços em geral passou a assolar as economias dos países desenvolvidos, provocando um acentuado aumento nas taxas de juros internacionais. Os EUA e os países europeus lideraram o movimento de aumento das taxas de juros, acarretando alta na *prime rate* e na *libor*⁵⁶. Essas taxas, que alcançavam cerca de 6% pouco antes da eclosão da Crise de 1979, atingiram 22%, em 1981, afetando fortemente o serviço da dívida dos países deficitários (as taxas de juros eram flutuantes), implicando sérias dificuldades cambiais para esses países. No caso do Brasil, em 1981, os juros da dívida externa consumiam o equivalente a 40% das exportações (BAHRY; PORCILE, 2004).

Em agosto de 1982, o México comunicou aos seus credores a suspensão do pagamento dos juros e do principal da sua dívida externa. Como consequências dessa moratória, os bancos internacionais suspenderam, logo em seguida, a oferta de crédito para os países devedores. Para o Brasil, a interrupção dos empréstimos externos representou uma grave restrição cambial. Parcelas da dívida deixaram de ser pagas, só sendo refinanciadas pela banca internacional de modo a atender prescrições contábeis. A concessão dos chamados “empréstimos-ponte” foi o mecanismo que evitou, à época, a inadimplência brasileira⁵⁷. De todo modo, como o país acumulava seguidos déficits na balança de transações correntes (ver **Tabela 39**), e já tendo exaurido suas reservas cambiais, a suspensão dos empréstimos desarranjou o fluxo cambial brasileiro. Tal situação obrigou o país a recorrer ao FMI de modo a regularizar seus pagamentos.

Tabela 39. Resultado da Balança de Transações Correntes, 1968-1982.

⁵⁶ *Prime rate* e *libor* são as principais taxas de juros dos mercados bancários americano e inglês, respectivamente.

⁵⁷ Empréstimos-ponte eram créditos de curtíssimo prazo que não representavam a efetiva entrada de recursos no país, mas apenas a rolagem de parcelas da dívida até a efetivação da assistência do FMI.

Ano	Déficit Transações Correntes/PIB (%)
1968	1,49
1969	0,75
1970	1,32
1971	2,66
1972	2,53
1973	2,01
1974	6,45
1975	5,16
1976	3,93
1977	2,28
1978	3,47
1979	4,81
1980	5,39
1981	4,54
1982	6,01

Fonte: Bahry e Porcile, 2004, p.15.

O FMI emprestava recursos para que os países membros enfrentassem crises cambiais, porém fazendo exigências quanto ao atingimento de metas macroeconômicas. Uma vez solicitado o auxílio do FMI, os países devedores se obrigavam a seguir as recomendações do organismo, que invariavelmente indicava como receita de política macroeconômica a desvalorização cambial e o aperto monetário e fiscal. De maneira geral, isso acarretava recessão e instabilidade de preços. Nos anos seguintes, o Brasil assinou várias “Cartas de Intenções”⁵⁸ com o FMI, todas prometendo austeridade fiscal, política monetária restritiva e redução da inflação. Data dessa época, 1982, o início de uma fase da economia brasileira em

⁵⁸ “Carta de Intenção” era o documento pelo qual o país se comprometia com o FMI a atingir determinadas metas de política macroeconômica.

que se combinariam baixas taxas de crescimento do PIB, elevado déficit público e altas taxas de inflação. Isso tudo faria com que a década de 1980 ficasse conhecida como a “década perdida”.

4.2.1.3 Ajuste externo e recessão

Sob “os auspícios” do FMI, o Brasil implementou, em 1983-1984, um forte ajuste recessivo. O foco foi a correção do desajuste externo mediante a geração de saldos positivos na balança comercial. Uma combinação de política comercial protecionista, recessão interna e forte desvalorização cambial reorganizaria as contas externas, já em 1983, possibilitando a retomada dos pagamentos da dívida. Como aponta Medeiros e Serrano (2001), *um export-led stagnation* caracterizou essa estratégia. Neste mesmo ano o país obteria um superávit comercial de US\$ 6,5 bilhões, que foi ampliado para US\$ 13 bilhões no ano seguinte. Com isso, o país conseguiu, em 1984, reverter o déficit na balança de transações correntes, cumprindo sem sobressaltos os seus compromissos externos.

No plano doméstico, em 1983, o país registrou um recuo do PIB de 3,4%, ocasionado por uma política monetária fortemente restritiva e por um forte aperto fiscal. No entanto, no ano seguinte, impulsionado pelo crescimento das exportações, o PIB do país voltaria a crescer em termos reais, registrando uma taxa de 5,3%.

No debate sobre a crise da dívida, há controvérsias quanto aos fatores que possibilitaram o ajuste. Para Castro (1985), o ajuste foi decorrência dos investimentos realizados durante o período de “marcha forçada”. Segundo Castro, foi a conclusão dos projetos iniciados naquele período o principal fator responsável pelo ajuste. Para ele, os superávits comerciais foram resultado das transformações ocorridas na economia brasileira por conta da implantação do II PND. Embora a recessão de 1981-83 fosse conjunturalmente favorável ao ajuste externo, os superávits comerciais verificados teriam sido gerados a partir de uma diminuição estrutural da pauta de importações do país, com destaque para petróleo, química fina e bens de capital. O aumento da produção de petróleo, por exemplo, deveu-se aos investimentos realizados na Bacia de Campos na década de 1970, não podendo ser considerado, obviamente, consequência da recessão. Já E. Bacha e Conceição Tavares (CASTRO, 1985) apontam a política de ajustamento do FMI como a estratégia que possibilitou a recuperação externa. Para eles, o aumento de exportações e a diminuição de importações foram devidos, em parte, a recessão que assolou a economia brasileira, e, também, a desvalorização da moeda promovida pelo governo em 1983. De qualquer forma,

após ter recuado quase 10% no período 1981-1983, o PIB voltaria a crescer em 1984, com a balança de transações correntes registrando o primeiro superávit em mais de dez anos.

Em 1985, a economia brasileira se encontrava com contas externas ajustadas e com o PIB crescendo a uma taxa superior a 7%. Em termos macroeconômicos, um processo inflacionário renitente destoava de um quadro que associava crescimento do PIB e equilíbrio no setor externo. Após vários anos de alta inflação, mecanismos de indexação de preços replicavam a inflação passada, dificultando o próprio combate à inflação. É diante desse contexto que um plano de estabilização de preços dito “heterodoxo” é proposto. Em fevereiro de 1986 se iniciava um ciclo de tentativas heterodoxas de estabilização que perduraria por oito anos, só se encerrado com a implantação do Plano Real.

4.2.1.4 A condução da política macroeconômica

A política macroeconômica seria um poderoso canal de interferência do governo na economia ao longo do período 1981-1985. Em primeiro lugar, a política fiscal, que já vinha sendo largamente acionada, continuou fortemente pressionada. Como já mencionado, na segunda metade da década de 1970, grandes projetos foram iniciados, acarretando a necessidade de vultosos investimentos, como a prospecção de petróleo na Bacia de Campos, a usina atômica Angra I e o pólo petroquímico de Camaçari. No início da década de 1980, por conta do financiamento desses projetos, e também por causa do endividamento externo, o déficit público se agravou. A necessidade de seguir investindo nesses projetos e os encargos decorrentes dos financiamentos já contratados comprometeriam seriamente a situação das contas do governo (ver **Tabela 40**).

Ano	US\$ bilhões (posição de dezembro)						
	Dívida Total	Dívida Interna	Setor público consolidado + Bacen	Empresas estatais + autarquias	Dívida Externa	Setor público consolidado + Bacen	Empresas estatais + autarquias
1981	67	30	16	14	37	13	24
1982	86	38	19	19	48	19	29
1983	97	35	18	17	62	30	32
1984	105	42	25	17	63	29	34
1985	119	49	28	21	70	31	39

Fonte: Bahry; Porcile, 2004

Em segundo lugar, um pacote de medidas de âmbito monetário e cambial foi baixado, em 1980, confirmando o papel crucial das políticas cambial e monetária diante do agravamento da crise da dívida. Dentre as principais medidas, uma maxidesvalorização cambial de 30%⁵⁹, seguida da prefixação, em 45%. A expectativa era de que, com a maxidesvalorização, houvesse uma mudança nos preços relativos, com ganhos de renda para os setores exportadores. A ideia era de que os aumentos de preços dos insumos importados, que fatalmente ocorreriam em decorrência da maxidesvalorização, não se refletiriam, na mesma proporção, nos índices gerais de preços. Por outro lado, esperava-se que a prefixação da taxa de câmbio pudesse dissipar eventuais receios de descontrole cambial, evitando aumentos preventivos de preços. Com essas medidas, as autoridades monetárias pretendiam estabelecer um *benchmarking* para os principais indicadores (ver **Tabela 41**), coordenando, com isso, as expectativas com relação ao comportamento dos preços.

Tabela 41. Brasil - Indicadores econômicos selecionados, 1970 – 84 (%)

⁵⁹ Até então o governo praticava uma política de câmbio administrado, promovendo minidesvalorizações diárias da moeda local.

Ano	Correção Monetária	Taxa de Câmbio	IGP-DI	Preços do Consumidor – Rio
1970	19,6	13,8	19,6	18,3
1971	22,7	13,8	19,4	17,9
1972	15,3	10,3	15,8	14,4
1973	12,8	0,1	15,4	13,6
1974	33,3	19,5	34,5	33,5
1975	24,2	22,0	29,3	31,2
1976	37,2	36,1	46,1	44,7
1977	30,1	30,0	38,8	43,1
1978	36,2	30,3	40,8	38,1
1979	47,2	103,3	77,2	75,9
1980	50,8	54,0	110,2	86,3
1981	95,6	95,1	95,1	100,5
1982	97,8	97,7	99,7	101,8
1983	156,6	289,4	210,9	176,6
1984	73,1	75,6	75,6	73,4

Fonte: Banco Mundial, 1985

Apesar de engenhosa, a estratégia adotada não se mostrou bem sucedida. Um choque de custos decorrente da própria maxidesvalorização detonou um aumento generalizado de preços, dobrando a taxa de inflação. Uma taxa de inflação de mais de 100%, em 1981, cancelou os efeitos da maxidesvalorização, apreciando o câmbio e encarecendo as exportações. A evolução dos preços, superando largamente a correção cambial pré-fixada, fez com que o ajuste cambial não se concretizasse. Além da frustração do ajuste externo, a política monetária se tornou excessivamente frouxa. Com a prefixação sendo suplantada pela inflação, abandonava-se, ao menos transitoriamente, a condução ortodoxa da política monetária. O resultado de tudo isso foi a deterioração das contas externas e a aceleração da inflação.

Em 1983, o governo repetiu o feito: promoveu nova maxidesvalorização cambial, de 30%, agora, porém, sem a prefixação cambial e monetária. Os efeitos da medida foram um tanto dicotômicos. Pelo lado do ajuste externo, a maxidesvalorização, ao contribuir para o avanço das exportações e para a retração das importações, favoreceu a balança de transações correntes (ver **Tabela 42**). Do lado do ajuste interno – da estabilidade de preços – a maxidesvalorização impactou os custos das empresas, representando um choque negativo de oferta. A consequência desse choque foi uma elevação dos patamares de inflação - para cerca de 200% em 1983 -, e ampla disseminação dos mecanismos de indexação.

Tabela 42. Indicadores de endividamento externo (1983-1989)

Ano	Déficit transações correntes / PIB (%)	Déficit transações correntes / exportações (%)	Dívida externa / PIB (%)	Dívida externa líquida / PIB (%)	Dívida externa / exportações (%)
1983	3,61	31,22	49,38	44,76	427,21
1984	-0,02	-0,17	53,78	44,80	377,85
1985	0,11	0,94	49,8	41,78	410,02
1986	2,06	23,73	43,07	39,29	496,87
1987	0,51	5,48	42,92	38,85	462,07
1988	-1,37	-12,36	37,43	32,87	338,67
1989	-0,25	-3,00	27,77	24,26	335,94

Fonte: Bahry; Porcile, 2004, p.19

Desde o início da crise da dívida externa, o foco da política macroeconômica brasileira se deslocou do crescimento para a estabilização. Os efeitos desestruturadores do processo de alta inflação fizeram com que a agenda econômica contemplasse a estabilização de preços como o principal objetivo de política econômica. Assim, o debate econômico relegou a discussão sobre crescimento para um segundo plano, concentrando o foco na inflação e nos mecanismos para sua superação.

Em 1985, a política macroeconômica havia recuperado a capacidade de financiamento externo do país – o déficit da balança de transações havia sido zerado -, e recolocado a

economia em rota de crescimento – houve crescimento do PIB no biênio 1984-1985, um aumento acumulado de 15,5%. (ver **Tabela 43**). A instabilidade monetária, no entanto, permanecia latente. Taxas mensais de inflação próximas a 10% desafiavam a condução da política macroeconômica, em particular a política monetária. Em fevereiro de 1986, as autoridades monetárias decretaram um plano de estabilização, cuja medida central era um congelamento de preços, cujo foco era a desindexação da economia.

Tabela 43. PIB, Inflação e Balança de Transações Correntes, 1980-1985

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
PIB	9,19	-4,4	0,596	-3,4	5,307	7,901
Inflação	90,227	101,725	100,543	135,028	192,122	225,989
Balança de Transações Correntes	-7,876	-6,279	-8,164	-4,268	0,025	-0,09

Fonte: FMI, 2009

4.2.2 O período 1986-1993

4.2.2.1 As tentativas “heterodoxas” de estabilização

O segundo período (1986-1993) de análise cobre o ciclo de “choques heterodoxos”. Ao longo de oito anos, a economia brasileira foi cenário de seis tentativas de estabilização de preços, todas elas baseadas na hipótese de que a indexação de preços e salários havia se transformado de antídoto em veneno. A ideia era que a propagação dos mecanismos de indexação teria produzido imunidades, o que obrigara a aplicação do remédio em doses cada vez fortes. Com a propagação da indexação, consolidava-se a rigidez dos preços relativos, fazendo com que novos choques de oferta viessem a acelerar cada vez mais a alta de preços. O resultado foi uma disseminação ainda mais ampla dos mecanismos de indexação, o que abriu caminho para uma lenta e penosa consumação do processo de hiperinflação.

A noção de que a inflação era resultado da indexação dos preços remetia a tese de que havia um componente inercial presente na dinâmica da formação de preços, e que esse componente se tornara a causa da inflação. A hipótese é de que esse componente, ao projetar

para o futuro a alta de preços ocorrida no passado, estabelecia um ‘piso mínimo’ para a inflação futura, tornando improvável um retrocesso do processo inflacionário. Segundo Lopes (1984), os agentes econômicos, diante da aceleração da inflação, buscavam recompor o seu pico de renda real por ocasião de cada reajuste periódico de preços, provocando com isso a chamada inércia inflacionária. Na interpretação de Lopes, a alta inflação é um “jogo não-cooperativo”, frente ao qual ninguém se disporia, em primeiro lugar, a interromper a indexação. Assim, sendo a indexação um mecanismo que retroage temporalmente, seria necessário se “cancelar” a inflação passada de modo a se interromper a inércia inflacionária. O congelamento seria o mecanismo que se prestaria a isso.

Em 1985, com a superação da restrição externa, conseguida graças a uma combinação de recessão interna e expressivos superávits externos, o retorno a uma trajetória de crescimento coincidiu, não por acaso, com um recrudescimento do processo inflacionário. A contínua elevação das taxas de inflação e a disseminação do uso de mecanismos de indexação de preços e salários formaram, então, na visão dos *policy-makers*, o contexto propício para a adoção dos chamados choques heterodoxos.

Os choques consistiam, basicamente, na adoção de um congelamento de preços, por período determinado, de modo a se interromper a inércia inflacionária. A ideia era que o congelamento de preços, ao afetar a formação das expectativas dos agentes econômicos, seria capaz de modificar a tendência dos agentes de remarcar preventivamente seus preços e com isso poderia interromper a inércia inflacionária. Ou seja, todos os agentes, tendo ciência, através do congelamento, de que no período corrente a inflação estaria eliminada, teriam suas expectativas fortemente afetadas por essa informação e com isso reveriam a postura adotada. Ao mesmo tempo, os mecanismos de indexação seriam desmontados, impedindo com isso que reajustes automáticos de preços e salários viessem a realimentar o processo inflacionário.

Apesar do sucesso inicial, problemas de gestão viriam a determinar o fracasso do Plano Cruzado. O prolongamento do congelamento de preços, mantido em função de interesses políticos⁶⁰, provocaria um desalinhamento dos preços relativos, desencadeando novas pressões inflacionárias. Com isso, os planos seguintes passaram a não mais contar com o mecanismo do congelamento de preços como recurso eficaz para a supressão da indexação. O fracasso do plano original fez com que os agentes econômicos passassem a “sobre-reagir” a possibilidade de um novo congelamento, reajustando preventivamente seus preços.

⁶⁰ As eleições para a Assembléia Constituinte, de novembro de 1986, levaram o Presidente Sarney a manter o mecanismo de congelamento de preços.

Seis planos de estabilização foram implementados no período 1986-1991. Cruzado I (1986), Cruzado II (1986), Bresser (1987), Verão (1989), Collor (1990), e Collor II (1991) viriam a formar uma sucessão de experimentos mal sucedidos, todos baseados no suposto de que um congelamento de preços seria o recurso capaz de barrar a inércia inflacionária (ver **Tabela 44**).

Tabela 44. Congelamento de Preços

				Inflação Acumulada (%)		
Plano de estabilização	Início	Fim	Duração (em meses)	Antes	Durante	Depois
Cruzado	Mar. 86	Nov. 86	9	11,1	10,3	14,5
Bresser	Jun. 87	Ago. 87	3	14,5	21,6	16,5
Verão	Jan. 89	Mai. 89	5	27,3	100,8	37,6
Collor I	Mar. 90	Jun. 90	5	72,8	71,1	18,3
Collor II	Jn. 91	Abr. 91	5	18,3	41,1	21,1
Média			5,0	28,8	44,4	21,6
Obs: A inflação "antes" é a do último mês anterior ao congelamento, e de "depois" é a do sexto mês posterior ao fim. A média para o "durante" é ponderada pela duração. Fonte: IBGE, FGV.						

Fonte: Franco (2004)

Para Franco (2004), à medida que ficava evidente a ineficácia dos mecanismos de desindexação baseados em medidas compulsórias, também ficava claro que sem a devida atenção aos *fundamentos*, nenhum plano de estabilização teria êxito. Diferentemente dos *inercialistas*, ele considerava que o adequado tratamento dos fundamentos - que significa, primordialmente, enfrentar a questão do desequilíbrio fiscal- estava no centro do debate acerca da inflação. E o enfrentamento começava com a correta percepção acerca da natureza do desequilíbrio. Para ele, era crucial atentar para uma peculiaridade do processo inflacionário brasileiro: o fato de que havia um ganho fiscal líquido do governo à medida que se

desenrolava o processo inflacionário. A idéia era que o “efeito Tanzi⁶¹” impactava proporcionalmente menos as receitas do que a inflação afetava as despesas.

Segundo Franco (2004), a crise fiscal e a sua principal consequência, a hiperinflação, tinham como ponto de partida uma localização meio óbvia: o orçamento público. A suposição era de que um conflito distributivo - expresso através de uma corrida por verbas orçamentárias, que tinha por consequência o uso da inflação como forma de “resolver” o déficit - estava na raiz da aceleração dos preços. Sob essa perspectiva, sem uma solução para o desequilíbrio fiscal, não haveria espaço para a queda da inflação.

Uma visão alternativa é apresentada por Tavares (1989), para quem a restrição externa era o principal condicionante do processo inflacionário. A idéia é que, frente à deterioração do ambiente externo, a taxa de câmbio passou a se constituir na principal referência de riqueza, contaminando, via mercado financeiro, a expectativa dos agentes econômicos. Dada a instabilidade cambial decorrente do contexto de escassez de divisas, intensificava-se a perda de confiança na moeda, resultando na busca de mecanismos defensivos, como a indexação de preços e o uso de ativos reais como reserva de valor.

Corroborando a tese de que a restrição externa era o ponto nevrálgico do processo inflacionário, Batista (1993) aponta o colapso da confiança na moeda como o principal fator de agravamento do processo inflacionário. Para Batista (1993), a insegurança decorrente da instabilidade cambial aprofundaria a perda de confiança na moeda, fazendo com que o abandono do padrão monetário doméstico se traduzisse em alta de preços.

Quanto ao argumento de Franco, de que a crise fiscal estava na origem do processo inflacionário, os fatos desautorizam essa interpretação: o Brasil conseguiu reduzir a inflação, com o Plano Real, sem que o problema fiscal tenha sido resolvido. Prova disso é que a estabilidade de preços foi conquistada em 1994, e só quatro anos depois o ajuste fiscal foi efetivado.

4.2.2.2 A condução da política macroeconômica

Do Plano Cruzado ao Plano Verão

⁶¹ O chamado “efeito Tanzi” refere-se ao efeito negativo da inflação sobre o valor real da receita tributária. A defasagem de tempo entre o fato gerador dos tributos e o momento do seu recolhimento aos cofres públicos, implica, em um ambiente de alta inflação, em perdas financeiras para o Tesouro.

Em fevereiro de 1986, foi decretado o primeiro dos planos heterodoxos: o Plano Cruzado. O plano consistia, basicamente, na decretação de um congelamento de preços e salários, na instituição de uma reforma monetária, no uso de uma *tablita* para desindexação de prestações e financiamentos e em um esquema de desindexação compulsória. Regra geral, com pequenas variações, todos os planos ditos heterodoxos adotaram esse figurino.

Apesar do caráter “heterodoxo” dos planos adotados sugerir uma certa homogeneidade na condução da política macroeconômica, tal não foi o que ocorreu. De fato, diferentes orientações de política econômica foram adotadas, com pronunciadas mudanças de rumo. O caráter um tanto errático da política macroeconômica pode ser ilustrado pela condução da política cambial. Por ocasião da adoção do Plano Cruzado, o governo adotou a fixação do câmbio. Poucos meses mais tarde, em função da crise cambial que eclodiu, o governo flexibilizou o câmbio, adotando a prática de desvalorizações periódicas. No primeiro caso, a política cambial visou claramente favorecer a estabilização monetária, enquanto que no segundo caso, obviamente, a geração de divisas.

Em vista do baixo nível de reservas e da rápida apreciação cambial, o congelamento do câmbio se revelaria uma política especialmente contraproducente. Com uma queda de 13% nas exportações (em julho de 1986, base anual), o superávit da balança comercial, que fora responsável pelo ajuste das contas externas, foi rapidamente revertido. Com as importações superando as exportações já a partir do sexto mês de congelamento, a balança comercial indicava o equívoco da manutenção da medida.

Em função disso, em outubro de 1986, a política cambial foi novamente alterada. Nove meses após o início do plano, as autoridades monetárias reintroduziram a sistemática de minidesvalorizações periódicas da taxa de câmbio. Apesar dessa mudança, a balança comercial continuou apresentando resultados negativos. A consequência foi uma contínua perda de reservas, culminando com a decretação de uma moratória do pagamento de juros, em fevereiro de 1987.

A moratória, apresentada pelo Governo Sarney como uma medida patriótica, marcaria uma reviravolta na política cambial. Certamente por falta de alternativas, apesar da retórica oficial em contrário, a política cambial passou a acelerar o ritmo de desvalorizações do cruzado (então a moeda oficial). Nos meses que se seguiram a moratória, e nos anos seguintes, a política cambial passou a visar, de modo mais acentuado, o reequilíbrio das contas externas, acentuando as desvalorizações. O resultado foi a recomposição de um robusto superávit na balança comercial, que já em 1987 alcançou US\$ 11 bilhões. De 1988 a 1994, período em que a balança comercial registrou ininterruptamente saldos positivos, o

superávit acumulado alcançou cerca de US\$ 96 bilhões, sendo o principal fator de recuperação das contas externas.

Quanto às políticas monetária e fiscal, ressalte-se, em primeiro lugar que, durante a vigência do Plano Cruzado, ambas foram conduzidas de forma discricionária pelas autoridades monetárias (ABREU, 2004). A ideia por trás dessa iniciativa era de que essas políticas deveriam se ajustar rapidamente a remonetização que ocorreria com o fim da inflação e que, portanto, não poderiam estar atreladas a parâmetros que poderiam se revelar defasados. Assim, não foram definidas metas quantitativas para os agregados monetários e a política fiscal ficou atrelada a um pacote fiscal baixado em dezembro de 1985, antes, portanto da adoção do Plano Cruzado.

No tocante à política monetária, a crescente monetização da economia, resultado da desinflação súbita, foi além do esperado. Com o fim da inflação, uma maior propensão à liquidez resultou em forte monetização, impactando a oferta de moeda (ABREU, 2004). Com a manutenção do congelamento de preços por vários meses, e com a concessão de aumentos reais de salários⁶², pressões de demanda passaram a impactar os preços, fazendo com que a cobrança de ágio (sobre-preço) se tornasse prática corriqueira. Dado que aos índices de preços não captavam esses aumentos, a inflação oficial deixou de refletir, em parte, a efetiva variação dos preços. Referenciadas aos índices de inflação oficiais, as taxas de juros se tornaram negativas *de facto* (ABREU, 2004).

Ao final de 1986, com a vigência de uma taxa de juros real negativa, a economia dava mostras de superaquecimento. A produção industrial registrava um crescimento de cerca de 20% na comparação anual (dezembro de 1986) e os indicadores econômicos registravam uma forte migração de investimentos financeiros para ativos reais. Os preços de imóveis, carros usados, ações de empresas e dólar (mercado paralelo) experimentaram altas expressivas (ABREU, 2004). A condução de uma política monetária restritiva, que foi a orientação prevalecente até a decretação do plano, foi claramente preterida. Como a inflação oficial não refletia com fidelidade a realidade dos preços, (dada a prática de ágio), e como a política monetária se mostrava alinhada com tal distorção, a formação de estoques especulativos passou a ser prática corrente. Assim, não seria incorreto apontar a pouca rigidez da política monetária como um dos fatores que induziram à especulação e à corrida por ativos reais verificados ao fim de 1986.

⁶² Por ocasião da implantação do Plano Cruzado, o governo determinou que todos os salários fossem convertidos para o seu valor real médio verificado ao longo dos seis meses anteriores a data de decretação do Plano, acrescidos de um aumento de 8%. O salário mínimo seria reajustado em 16%.

De meados de 1987 a março de 1990, quando tomou posse o Presidente Collor, três novas tentativas de estabilização foram feitas, todas fracassadas. Durante esse período a política monetária só se tornou mais restritiva no início de 1989, com a adoção do Plano Verão. Naquela ocasião a política monetária se tornou mais apertada, com o crédito para o setor privado se tornando mais restrito. Uma taxa de juros real positiva tornou mais dispendiosa a especulação com estoques e com câmbio. No entanto, a despeito disso, a falta de credibilidade do governo impulsionou o investimento em estoques e em moedas estrangeiras. Como resultado da maior aversão ao risco, a diferença entre a cotação do dólar no mercado oficial e no mercado paralelo alcançou 200%, em maio de 1989. O novo plano foi rapidamente abandonado, com sinais de descontrole monetário se acentuando. Em março de 1990, último mês do governo Sarney, a taxa de inflação atingiu 82%. Nem mesmo a contrapartida do crescimento econômico - sacrificado no altar das políticas de estabilização - pôde ser exibida como compensação pela alta inflação.

No que se refere à condução da política fiscal, e em particular ao seu impacto sobre o crescimento econômico e sobre a inflação (já que esse foi o foco da política), ressalte-se a retração da capacidade de investimento do Estado e o baixo comprometimento da política fiscal com os planos de estabilização adotados. Como foi visto, ao longo da segunda metade da década de 1980, a crença de que a inflação podia ser vencida sem o recurso à recessão dominou o debate sobre as políticas de estabilização. A hipótese de que a inflação era um fenômeno puramente inercial foi o sustentáculo de vários planos econômicos. Por outro lado, a hipótese de que a origem do problema inflacionário residia no avanço do déficit público, orientou a crítica àquele entendimento (FRANCO, 2004). Para essa crítica, o déficit fiscal estava na origem do descontrole monetário e, portanto, era a causa original da inflação.

Para melhor examinar esses argumentos, e avaliar o impacto da política fiscal sobre a inflação e sobre o crescimento econômico, vejamos, então, como evoluiu a política fiscal diante dos vários planos de estabilização adotados.

Em primeiro lugar, é fato que, com o congelamento de preços, houve perda líquida de receita por parte do governo. A perda foi decorrente do congelamento das tarifas públicas. O Plano Cruzado revelaria desde cedo a fragilidade das contas públicas e a dificuldade de se proceder a um ajuste fiscal mais duradouro.

No quinto mês de vigência do plano, o governo decretou um tímido pacote fiscal baseado em um esquema de empréstimos compulsórios – o Cruzadinho. O pacote determinava a cobrança de um sobre-preço na compra de combustíveis, carros e outros bens,

cujo valor seria transferido aos cofres públicos. A rápida deterioração das contas públicas obrigara o governo a adotar soluções emergenciais.

Apenas quatro meses após a edição do remendo fiscal, em novembro de 1986, o governo decretaria um novo plano, o Cruzado II. O novo plano tinha por objetivo, basicamente, aprofundar a arrumação das contas públicas, então profundamente prejudicadas pelo congelamento de preços. Como as empresas estatais vinham respeitando as regras do plano – leia-se o congelamento –, o impacto negativo da inflação sobre as receitas do governo foi muito profundo. Apesar da corrosão de receitas provocada pelo congelamento, o Cruzado II foi mais uma tentativa de se resolver de forma circunstancial um problema que tinha óbvias características estruturais. Como veremos adiante, a “era dos choques heterodoxos” também foi um período em que a política fiscal teve um caráter eminentemente circunstancial, variando ao sabor das políticas de estabilização. Focada em questões de curto prazo, desconectada de qualquer estratégia de desenvolvimento planejado, a política fiscal se mostraria uma ferramenta de uso pouco eficaz (FRANCO, 2004). A dependência do imposto inflacionário faria da política fiscal um refém da inflação.

Mesmo o manejo da política fiscal no curto prazo se mostraria pouco eficiente no que se refere à administração da demanda agregada. Em todos os planos, o congelamento de preços implicaria pressões de demanda e exacerbação do consumo. A persistência do déficit público foi um empecilho para que o governo evitasse o descontrole monetário e a volta da inflação. Em nenhum momento, ao longo do período em que os planos heterodoxos foram implementados, as contas públicas permaneceram equilibradas. Ainda que tenha havido superávit primário em alguns anos, uma elevada dívida pública, combinada com uma política de juros altos, implicou elevada despesa financeira, resultando em déficit nominal. Ao longo da década de 1980 a dívida pública cresceu rapidamente, basicamente por conta do peso dos compromissos externos. Em 1984 a dívida alcançou o patamar de 50% do PIB, atingindo o pico de 55,8% em 1988 (ABREU, 2004).

Por fim, cabe assinalar que a redução da capacidade de financiamento do Estado teve forte impacto sobre a taxa de investimento. No início da década de 1980, a taxa de investimento se situava ao redor de 23% do PIB. Dez anos depois, com a crise fiscal já tendo reduzido sobremaneira a capacidade de investimento do Estado, a taxa de investimento se situou em torno de 18,5% (IPEADATA, 2009).

Do Plano Collor à criação da Unidade Reajustável de Valor (URV)

Com a chegada de Fernando Collor de Melo ao poder, em 1990, a política cambial voltou a mirar a estabilidade de preços. Ao longo do primeiro ano do governo Collor, a taxa de câmbio sofreu uma acentuada valorização. O confisco monetário, ao enxugar a liquidez da economia, causou severa retração monetária, provocando forte apreciação cambial. Nos meses seguintes ao confisco, ainda cioso de seu plano, e receoso de que uma alta acentuada do dólar pudesse contaminar os demais preços, o governo moderou a política de desvalorizações cambiais. Somente a partir de outubro de 1991, com a nomeação de Marcílio Marques Moreira para o Ministério da Fazenda, o governo viria a rever a política cambial, decretando uma desvalorização de 14%, passando a intensificar os reajustes cambiais.

Em 1992, o Brasil alcançaria um acordo com os bancos credores de sua dívida externa. Com base no chamado “Plano Brady”, o país pôde reprogramar pagamentos que remontavam a crise de 1982. O Plano previa uma escala de descontos a ser aplicada sobre o débito brasileiro, que seria refinanciado. O critério era o de “menor prazo, maior desconto”. Com o acordo, o país superava os entraves decorrentes de um endividamento que remontava aos anos 1970 e recuperava a capacidade de emitir novos títulos no mercado internacional.

Em síntese, nesse longo e atribulado período, a política cambial oscilou entre o apoio às políticas de estabilização e a subordinação à necessidade de vários ajustes cambiais. O período estudado revela que a condução da política cambial foi mais eficaz quando voltada a apoiar ajustes externos do que quando direcionada à estabilidade monetária. Enquanto que políticas voltadas para um câmbio desvalorizado encontraram rápida resposta no aumento do saldo comercial, políticas que validaram a apreciação cambial não foram bem sucedidas em barrar a alta de preços.

No que se refere à política monetária, é digno de nota o (mau) gerenciamento monetário do Plano Collor. No dia de sua posse, o governo Collor decretou um feriado bancário, implementando um novo plano de estabilização. O plano estabelecia um confisco monetário que atingiria todos os ativos financeiros do país. Todos os valores depositados em instituições financeiras, a partir de NCZ\$ 50.000,00 (cinquenta mil cruzados novos), seriam recolhidos aos cofres do Tesouro Nacional, que os devolveria em 24 parcelas mensais, após 18 meses de carência. De resto, as mesmas medidas adotadas em planos heterodoxos anteriores: congelamento de preços, *tablita*, fim da indexação.

Segundo Bresser Pereira (1991), a lógica do confisco, principal medida do plano, partia do suposto de que somente uma drástica redução da oferta de moeda poderia impedir que, ao fim do congelamento de preços, houvesse uma corrida ao consumo. Ou seja, se partia

do suposto de que uma demanda agregada desaquecida não ameaçaria a liberação de preços, após um congelamento.

Correta ou não essa suposição, o fato é que o confisco, ao afetar diretamente o capital de giro das empresas, teve como consequência imediata uma gravíssima desorganização da produção. Diante de uma virtual crise de liquidez⁶³, muitas empresas decidiram suspender a produção, concedendo férias coletivas a seus funcionários (BRESSER PEREIRA, 1991). Essa desorganização se refletiria na evolução do PIB, que sofreria uma importante redução em 1990 (ver **Tabela 45**).

Tabela 45. PIB, Inflação e Balança de Transações Correntes

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
PIB (Variação anual %)	7,5	3,6	0,26	3,2	-4,1	1,0	-0,5	4,9
Inflação (% anual)	147	228	629	1.43	2.947	477	1.022	1.927
Balança de Transações Correntes (% do PIB)	-1,92	-0,44	1,16	0,21	-0,74	-0,31	1,44	-0,12

Fonte: FMI, 2009

Não obstante o confisco e os sinais de recessão, a inflação voltou a se acelerar apenas três meses após a decretação do novo plano. O mau gerenciamento da política monetária é apontado por monetaristas como um dos motivos para a volta da inflação. Especificamente, as dificuldades em controlar a liberação de recursos confiscados contribuíram para a reativação da chamada “ciranda financeira”, contaminando os preços. Numa perspectiva monetarista, o rápido aumento de liquidez foi o principal motivo. Como o governo havia estabelecido vários mecanismos pelos quais os agentes econômicos poderiam liberar recursos confiscados, a ineficácia desses mecanismos acabou por contribuir para o aumento da oferta de moeda, acarretando alta de preços.

⁶³ Bresser Pereira (1991), mencionando uma pesquisa da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo reporta uma redução das vendas industriais em São Paulo de aproximadamente 70%, na segunda semana de março de 1990.

Já numa perspectiva keynesiana, o Plano Collor não deu certo porque partia de uma premissa equivocada. O erro residia no diagnóstico da inflação: a suposição de que a inflação era decorrente de uma oferta excessiva de moeda, e esta, do déficit público. Do ponto de vista keynesiano, a inflação era decorrente do colapso na confiança da moeda, que, acionando mecanismos defensivos – como a indexação de preços e a fuga da moeda – agravavam o processo inflacionário.

Uma terceira explicação, a neo-estruturalista, aponta para o caráter inercial da inflação, enfatizando o desequilíbrio dos preços relativos por ocasião do congelamento e o correspondente conflito distributivo. Dado que, por ocasião do congelamento, os preços se encontravam necessariamente desalinhados, devido ao fato de que os reajustes não eram sincronizados, haveria um desequilíbrio intertemporal de preços relativos, realimentado novas altas de preços (BRESSER PEREIRA, 1991).

Seja qual for a melhor explicação, o fato é que a inflação já atingira 13,3% em agosto de 1990, a crise de liquidez estava superada, o consumo se restabelecera aos níveis de antes do plano e as remarcações de preços já não encontravam barreiras no congelamento. A política monetária, que havia sido dura por ocasião do confisco monetário, se mostrava, com a liberação dos depósitos confiscados, por demais permissiva. O mau gerenciamento dos mecanismos de liberação de depósitos acarretou deterioração das expectativas, afetando a inflação esperada e, com isso a remarcação de preços.

Em 1991, com a nomeação do Ministro Marcílio Marques Moreira para o Ministério da Economia, o governo voltaria a apertar a política monetária. As taxas de juros reais sofreriam uma forte elevação, atingindo quase 30% (considerada em bases anuais) ao final de 1991 (ABREU, 2004). No entanto, o *impeachment* do Presidente Collor e a conseqüente ascensão do Presidente Itamar Franco ensejariam novas mudanças na política monetária. Sob a nova administração, a discricionariedade da política monetária seria a regra. Na verdade, mais do que a discricionariedade, prevaleceu a confusão⁶⁴. Em um período de seis meses (de outubro de 1992 a março de 1993), o país teve três diferentes Ministros da Fazenda. Ao fim de uma conturbada “dança das cadeiras” no Ministério da Fazenda, o então Ministro das Relações Exteriores, Fernando Henrique Cardoso, em março de 1993, foi nomeado titular da Fazenda. Começava ali uma história que levaria Cardoso à Presidência e a economia brasileira à estabilidade de preços.

⁶⁴ Por mais de uma vez, através da imprensa, o Presidente Itamar Franco cobrou do então Ministro da Fazenda, Paulo Haddad, a redução das taxas de juros.

4.2.3 O período 1994-1999

4.2.3.1 A conquista da estabilidade: o Plano Real

Apesar do recorrente fracasso das experiências heterodoxas sugerir a necessidade de mudanças que não se restringissem a tentativa de quebra da inércia inflacionária, a introdução de um novo plano não poderia prescindir de algum tipo de desindexação. Na visão de alguns intérpretes desse período, para se alcançar o regime de desindexação que resolveu o caso brasileiro – a dolarização dos preços - a presença de dois fatores, em particular, se mostraria decisiva ⁶⁵. A concorrência externa, resultado do processo de abertura comercial externa, seria o primeiro. Enquanto que no início da década de 1990, a inflação dava mostras de descontrole, o processo de liberalização do comércio exterior, iniciado ao fim da década de 80, já se encontrava bastante avançado. A concorrência externa desempenharia, nos anos seguintes, um importante papel no combate à inflação. Graças à concorrência externa e à estabilidade cambial, a variação de preços dos bens *tradables* passou a afetar positivamente os índices de preços, servindo de âncora para os demais preços.

O segundo fator seria o forte fluxo de entrada de capitais estrangeiros (ver **Tabela 46**). Como o fluxo era fortemente positivo, isso reforçava a confiança dos investidores, acarretando uma entrada ainda maior. Um fluxo crescente deu ao governo a confiança de que um programa de estabilização que tivesse a dolarização como referência teria boas chances de ser bem sucedido.

Tabela 46. Balanço de capitais, 1992-1997 (em milhões de dólares)

1992	1993	1994	1995	1996	1997
9.947	10.495	8.692	29.095	33.968	25.800

Fonte: IPEADATA, 2009

No início de 1993, esses dois fatores estariam reunidos, estabelecendo as condições para uma efetiva desaceleração da alta de preços. O contexto que envolveria esse novo ambiente institucional veio a se completar, já no fim do Governo Franco, com a adoção de um novo plano de estabilização.

⁶⁵ A indicação desses três fatores se baseia na análise de : Franco (2004), Abreu (2004), Bacha (1997; 2001)

O plano substituiu a implementação de medidas coercitivas adotadas em outros planos pela introdução de mecanismos de desindexação voluntária. Um sistema de plena indexação foi utilizado de modo a que os agentes econômicos pudessem livremente estabelecer seus preços. Após o período de plena indexação, uma nova moeda seria criada. Foi estabelecido um teto para a taxa de câmbio (R\$1,00) e instituído um regime de âncora cambial. A liberalização financeira foi aprofundada, incentivando a entrada de capitais externos. A abertura comercial externa acirrava a concorrência. A expansão da base monetária foi restringida, com o estabelecimento de metas de crescimento. Diante desse quadro, entrava em funcionamento o Plano Real.

A redução das taxas de inflação foi rápida e consistente (ver **Tabela 47**). Em junho de 1994, em seu último mês, o cruzeiro real experimentou uma inflação de 47,4% pelo IPCA. No mês seguinte, primeiro do real, a inflação foi de 6,8%, mas as taxas convergiram para níveis internacionais nos doze meses seguintes. No fim de 1996, a taxa acumulada caiu abaixo de 10% anuais. Em 1998, o índice caiu abaixo de 2%.

Tabela 47. Inflação, 1994 (IPCA, % mensal)

IPCA	% mensal
1994.07	6,84
1994.08	1,86
1994.09	1,53
1994.10	2,62
1994.11	2,81
1994.12	1,71

Fonte: IPEADATA, 2009

Passados poucos meses da implantação do plano, a despeito do seu sucesso inicial, alguns desequilíbrios se evidenciaram, colocando em risco a sua continuidade. Em primeiro lugar, o fim da corrosão inflacionária sobre os baixos salários e o ressurgimento do crédito⁶⁶,

⁶⁶ Entre junho e dezembro de 1994, os empréstimos do sistema financeiro para o setor privado se expandiram em 37% (Bacha, 2001)

elementos inerentes a um ambiente de estabilidade de preços, pressionavam a demanda agregada. Seis meses após a decretação do plano, o consumo de bens duráveis havia aumentado 11,5%, no acumulado anual, a venda de veículos aumentara 11,8% e a venda dos supermercados avançara 5,2%, comparadas ao mesmo período do ano anterior⁶⁷. Em segundo lugar, a valorização cambial, tendência que se registraria nos primeiros meses do plano, tornava os preços dos produtos importados mais baratos, favorecendo um “desvio de demanda” (em favor de produtos importados). Esse desvio pressionava a balança comercial, colocando em risco a estabilidade do câmbio.

Diante de um quadro que associava demanda aquecida e câmbio valorizado, duas tendências colocavam o plano em cheque: o aumento do grau de utilização de capacidade instalada, de um lado; e o rápido crescimento do déficit externo, de outro (BACHA, 2001). No primeiro caso, a ocupação de capacidade instalada encontrava seu limite após um crescimento industrial de cerca de 20 % no triênio 1993-1995. No segundo caso, o crescimento da oferta de importações encontrava seu limite no crescimento do déficit externo, que alcançaria quase 3% do PIB, já em 1995. De uma perspectiva “kaldoriana”, o plano encontrava obstáculos no crescimento do déficit externo em função da expansão mais moderada das exportações. Desse ponto de vista, o gargalo externo, que foi o ponto de chegada da economia brasileira em várias tentativas de estabilização, se tornava o risco maior para a continuidade da estabilização.

Um aperto na política monetária - com aumento na taxa nominal de juros e no encaixe compulsório⁶⁸ -, e um aumento nas tarifas de importação foram os recursos adotados para se barrar as duas tendências. A ideia era que uma taxa de juros elevada desestimularia o consumo, desfazendo pressões de demanda. Além disso, uma taxa elevada impulsionaria a entrada de capital estrangeiro, fazendo frente à deterioração da balança de transações correntes. Assim, em 1995 e 1996, uma taxa de juros básica média superior a 20% foi adotada no suposto de que isso serviria para barrar o consumo e segurar os preços, além de atrair capitais estrangeiros e reduzir o risco cambial.

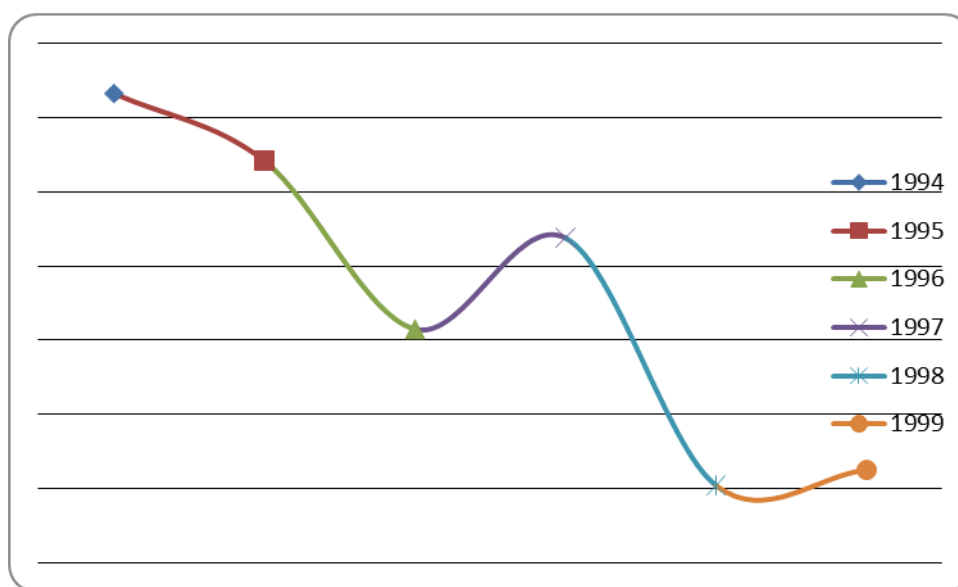
Oscilando entre a necessidade de dar continuidade à estabilização e de garantir o equilíbrio das contas externas, a política econômica ficou refém da política de juros altos. Por causa do peso dos juros, o crescimento econômico não foi a consequência inexorável da estabilização, como era esperado (ver **Gráfico 22**). Confrontadas com problemas de

⁶⁷ Os dados foram obtidos em IPEADATA, 2009

⁶⁸ Em dezembro de 1994, o Banco Central estabeleceu um encaixe compulsório sobre certificados de depósito bancário de 30%

financiamento interno e às voltas com a consolidação da estabilização, as autoridades monetárias preteriram, claramente, o crescimento econômico. O freio dos juros altos, apesar de impulsionar a entrada de capitais estrangeiros e de garantir a estabilização, barrou o crescimento econômico, fazendo com que o PIB desacelerasse nos quatro anos que se seguiram à decretação do plano. Além disso, o aumento da vulnerabilidade externa decorrente da combinação de crescente déficit em transações correntes e alto nível de endividamento externo, que gerava uma crescente despesa financeira (remessa de juros e dividendos), representaria uma permanente ameaça ao regime de âncora cambial. Diante de tudo isso, estabilidade de preços, aumento da vulnerabilidade externa e crescimento econômico em queda formariam o contexto macroeconômico resultante do primeiro plano de estabilização bem sucedido desde a década de 1970.

Gráfico 22. PIB, 1994-1999



Fonte: IPEADATA, 2009

4.2.3.2 Crises cambiais e contexto externo

No início de 1995, eclodiu a Crise do México. Visto como modelo de economia bem administrada, segundo os pressupostos emanados do Consenso de Washington, a economia mexicana vergou sob o peso de uma moeda valorizada e de um déficit crescente na balança de transações correntes. Naquela ocasião, o déficit em conta corrente mexicano excedia a 5% do PIB, e era completamente contrabalançado por um fluxo de capitais de portfólio cuja origem

era o mercado financeiro norte-americano. Em poucas semanas a saída de capitais provocou uma alta na cotação do dólar que fez a moeda norte-americana duplicar de valor. A fuga de capitais, por sua vez, acarretou uma crise de confiança que atingiu o setor bancário e os negócios em geral. Uma forte retração da atividade econômica e uma providencial ajuda do governo Clinton marcaram o desfecho da crise.

Brasil, Argentina, Peru e outras economias latino-americanas foram fortemente atingidos pelos reflexos da crise mexicana. O principal efeito da crise mexicana foi uma corrida contra as reservas cambiais desses países, consequência de uma maior aversão ao risco por parte dos investidores estrangeiros. A crise mexicana provocou uma forte redução na entrada de divisas e um incentivo aos movimentos de saída de capital estrangeiro, então concentrado em aplicações de curto-prazo.

Diante do receio de que a crise mexicana pudesse comprometer o modelo de política econômica adotado por boa parte das economias latino-americanas, ajustes nas taxas de juros foram o caminho encontrado por essas economias para driblar a crise. Com exceção da Argentina, às voltas com um regime de *currency board*, Brasil, Chile, Colômbia e Peru tiveram que apertar sua política monetária a fim de regularizar o fluxo de capital estrangeiro.

Em 1997, a Tailândia foi obrigada a desvalorizar o *bath*, a moeda local, em função de uma forte saída de capitais do país. Iniciava-se, a partir desse evento, uma crise cambial que atingiria virtualmente todas as principais economias do Sudeste Asiático. Na sequência dos acontecimentos, Indonésia, Malásia, Coréia, Cingapura e Hong Kong foram atingidos pela fuga de capitais, sendo obrigados a alterar seus regimes cambiais. Regimes de câmbio administrado foram abandonados e a livre flutuação cambial tomou o seu lugar. Como reflexo da crise, todas essas economias foram assoladas por desvalorizações cambiais que ultrapassaram, em curto período de tempo, 50% em termos reais.

Apesar de a economia brasileira ter sido atingida pelos efeitos da crise – houve forte saída de capitais no Brasil, em outubro de 1997 – as autoridades monetárias brasileiras reafirmaram seu compromisso com o regime de câmbio administrado. Venda maciça de reservas e alta acentuada da taxa de juros foi, basicamente, a estratégia adotada contra a crise.

Em 1998, a Rússia pediu moratória de sua dívida externa. A reação dos investidores internacionais foi, mais uma vez, uma fuga dos mercados financeiros emergentes, devido ao aumento da aversão ao risco. Esse movimento, conhecido como *fly to quality*, implicou na migração de capitais de curto prazo para mercados mais seguros, como o de títulos do governo norte-americanos. Em função do pânico que voltou a dominar os mercados

financeiros dos países emergentes, o Brasil voltou a apertar a política monetária, procurando, com isso, deter a saída de capitais.

De modo a se “blindar” dos efeitos da crise russa, o Brasil recorreu ao FMI. Em dezembro de 1998, o país assinou um acordo com o FMI pelo qual teria acesso a cerca de US\$ 40 bilhões. Apesar do acordo, em janeiro de 1999, o Brasil seria obrigado a abandonar o regime de câmbio administrado, permitindo a livre flutuação do dólar.

4.2.3.3 A condução da política macroeconômica

A despeito do rápido sucesso do Plano Real – a taxa de inflação no sexto mês do plano foi de 1,7% (**Tabela 48**) -, a política macroeconômica esteve, durante os cinco anos que se seguiram ao lançamento do plano, orientada para garantir a estabilidade de preços.

Tabela 48. Inflação, 1994-1999

Ano	Inflação
1994	916,46
1995	22,41
1996	9,56
1997	5,22
1998	1,66
1999	8,94

Fonte: IPEADATA, 2009

Com esse foco, a política cambial colocou, desde o início do plano, um viés de baixa na trajetória da taxa de câmbio. Na expectativa de que essa tendência estabelecesse uma barreira à alta de preços, a política cambial substituiu a política de minidesvalorizações cambiais (*crawling peg*) por um regime de câmbio âncora cambial. O novo regime reunia características de um regime de câmbio administrado - a cotação do dólar não poderia ultrapassar um determinado limite superior (R\$ 1,00) – e características de um regime de livre flutuação - a cotação do dólar poderia flutuar livremente até aquele limite. Assim, em vista de

um fluxo cambial positivo, se registrou, nos três primeiros meses do plano, uma apreciação cambial de mais de 20% ⁶⁹.

Escoradas em um superávit comercial de US\$ 13 bilhões em 1993 (no acumulado de 12 meses), as autoridades monetárias entenderam que a valorização cambial, ao mesmo tempo em que favorecia a estabilidade de preços, não ameaçava o equilíbrio das contas externas do país. A ideia era, diante de um eventual déficit na balança de transações correntes, a política macroeconômica (juros altos, estabilidade monetária e cambial) continuaria a atrair capitais externos, financiando este déficit e evitando riscos para o regime de âncora cambial. Baseada nessa premissa, a política cambial não resistiu à tendência de valorização cambial, permitindo que a cotação do dólar se reduzisse a R\$ 0,84 no terceiro mês do plano (ABREU, 2004).

No princípio de 1995, com a eclosão da Crise do México, a política cambial foi novamente alterada. Após decretarem uma desvalorização cambial de 6%, as autoridades monetárias instituíram um regime de bandas cambiais, e aumentaram a taxa de juros básica. A mudança, como já comentada, restabeleceu a confiança dos investidores externos, que voltaram a investir no Brasil. Com a recuperação da confiança do investidor estrangeiro, se restabeleceu um fluxo positivo na conta de capitais, o que afastou o risco de uma desvalorização cambial indesejada.

Em 1997, a eclosão da Crise do Sudeste Asiático pôs sob pressão o equilíbrio das contas externas brasileiras. Os reflexos da crise da Ásia sobre a economia brasileira foram rápidos e profundos. Em outubro de 1997, saíram do país cerca de US\$ 16 bilhões de dólares, tangidos por conta de uma maior aversão ao risco. As reservas cambiais baixaram a US\$ 47 bilhões, em outubro de 1997. Reagindo a isso, as autoridades monetárias baixaram um pacote econômico, em novembro de 1997, que teve como principal objetivo estancar a saída de divisas do país. Dentre as principais medidas destacava-se o aumento da taxa de juros para 40% e um programa de ajuste fiscal - o “Plano 51” - que, supostamente, garantiria os recursos necessários para se enfrentar a alta de juros.

Avaliado em termos de reversão do fluxo de capitais, a estratégia do governo foi muito bem sucedida. Em menos de quatro meses, o pacote havia restabelecido os níveis dos indicadores externos aos valores de antes da crise. Após uma aguda queda, o nível das reservas voltou a subir, alcançando US\$ 56 bilhões em fevereiro de 1998. O pacote claramente apostou na melhora do fluxo de capitais estrangeiros como estratégia para

⁶⁹ A taxa de câmbio passou de R\$ 1,00 por dólar, em 01 de julho de 1994, para R\$ 0,83 por dólar, em 16 de outubro de 1994. Nesse período a inflação acumulada foi de 3,8%, implicando uma desvalorização real da taxa de câmbio de 20,8%.

compensar um déficit de quase 4% na balança de transações correntes. Mesmo diante das dimensões da Crise Asiática, a aposta vinha sendo bem sucedida.

Apesar dos efeitos da Crise Asiática terem sido contornados, cada vez mais o déficit externo vinha sendo financiado pela entrada de capitais de curto prazo, e cada vez mais os juros altos penalizavam a dívida pública. Formou-se um círculo vicioso, em que o déficit da balança de transações correntes era financiado pela entrada de capitais de curto prazo, os quais eram atraídos por uma taxa de juros elevada, que, por sua vez, financiava uma dívida pública crescente. A **Tabela 49** mostra que, a despeito do ajuste fiscal proposto pelo Plano 51, o endividamento público aumentou consideravelmente nos dois anos seguintes, evidenciando que o problema maior eram as despesas com a dívida pública, e, portanto, os juros altos.

Tabela 49. Dívida Pública, 1994-99

Ano	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Dívida (% PIB)	30,01	27,9	30,7	31,8	38,9	44,5

Fonte: IPEADATA, 2009

Em 1998 estourou a Crise da Rússia. Em agosto de 1998, o governo russo decretou um pacote que incluía uma moratória da dívida externa e a livre flutuação do rublo. Com a eclosão da crise russa, uma nova onda de pânico se abateu sobre o mercado cambial brasileiro. Mais uma vez se inverteu o sentido do fluxo cambial brasileiro, fazendo com que as reservas sofressem novo “ataque”. Em nova reação à crise, o governo aumentou as taxas de juros e, em dezembro de 1998, assinou um acordo com o FMI, através do qual o país poderia dispor de recursos da ordem de US\$ 40 bilhões.

A despeito disso, em janeiro de 1999, o real sofreu um ataque especulativo. Desde 1998, a crise de confiança vinha se agravando, em especial a partir da Crise da Rússia. A causa foi a crescente vulnerabilidade externa e a sucessão de crises cambiais em países que adotavam o modelo de âncora cambial. Após uma aguda perda de reservas cambiais, o governo se viu forçado a abandonar o regime de câmbio administrado e a permitir a livre flutuação do real. Encerrava-se ali um modelo em que a taxa de câmbio, por cinco anos, havia sido a principal referência para os preços internos.

Apesar da vulnerabilidade externa provocada pela valorização da taxa de câmbio, assinala-se os benefícios da valorização: em primeiro lugar, os preços dos bens *tradables* se reduziram, favorecendo a estabilidade de preços; em segundo lugar, a valorização tornou mais barata a compra de bens de capital e de insumos, viabilizando, com isso, a obtenção de ganhos de eficiência e o conseqüente aumento de produtividade (CASTRO, 1999).

Registre-se, no entanto, que o prolongamento do quadro de valorização não se mostrou benéfico em termos de crescimento econômico e de sustentabilidade das contas externas. No período em que a valorização cambial persistiu (1994-99), as taxas de crescimento do PIB foram declinantes ou então muito baixas. A valorização também se revelaria um fator de instabilidade macroeconômica, ao contribuir para a deterioração das contas externas. Como resultado da política de juros altos, a valorização cambial impactou negativamente as exportações, prejudicando o crescimento econômico.

Quanto à política monetária, esta se revelaria a principal causa da expressiva valorização cambial. Já desde o lançamento do plano, uma taxa de juros nominal muito elevada foi o recurso utilizado pelas autoridades monetárias para evitar que uma corrida ao consumo ameaçasse a estabilidade de preços. Um freio no crédito e um desestímulo à formação de estoques era o que se queria alcançar com a condução da política monetária. Além disso, esse elevado nível da taxa de juros faria com que o diferencial entre a taxa de juros interna e a taxa externa se elevasse acima da taxa de risco brasileira, provocando uma persistente valorização cambial. Assim, a taxa de juros passou a representar um desestímulo tanto às exportações como ao investimento.

Frente às crises cambiais que o país atravessou na década de 1990, a política monetária se pautou, portanto, por uma orientação fortemente ortodoxa. A política de juros altos foi a principal tática de combate contra as ameaças de desestabilização cambial e, também, parte da causa dessas ameaças. Diante das ameaças de desequilíbrio na conta de capitais, a estratégia adotada foi apertar a política monetária. Na presunção de que a estabilidade de preços não poderia prescindir da estabilidade cambial, o governo adotou uma política monetária marcadamente restritiva. Assim, a taxa básica de juros foi estipulada em patamares muito elevados. Como mostra a **Tabela 50**, a taxa de juros SELIC real, em nenhum momento ao longo dos cinco primeiros anos do plano, esteve abaixo de 15% ao ano⁷⁰. A taxa real média de 20,7 %, no período 1995-1999, revela o quanto a política monetária foi restritiva. Esses indicadores revelam a elevada atratividade que o mercado de títulos

⁷⁰ Excluiu-se do cálculo o valor referente ao ano de 1994, devido ao fato do Plano Real só ter entrado em vigor em julho deste ano.

financeiros brasileiro representava, em termos de taxa de retorno, já que estes tinham como piso a taxa SELIC.

Tabela 50. Taxas de juros SELIC real, 1994-1999

(deflacionadas pelo IPCA)

Ano	Taxa Selic
1995	25,1
1996	16,3
1997	18,8
1998	27,4
1999	15,9

Fonte: Hermann, 2001

Quanto à política fiscal, após um período de relativa flexibilidade (1994-1997), com o agravamento do quadro externo e do endividamento interno, o governo passou a perseguir um ajuste fiscal. Em 1994, o resultado primário equivalia a um superávit de 5,64% do PIB, piorando, porém, nos três anos seguintes. Em 1998, o resultado primário voltou a ser positivo, passando a equivaler a 0,02% do PIB (ver **Tabela 51**). Essa evolução revela a reversão na orientação da política fiscal.

Tabela 51. Necessidade de Financiamento do Setor Público – Resultado primário (%PIB).

ano	resultado
1993	2,18
1994	5,64
1995	0,26
1996	-0,1
1997	-0,96
1998	0,02
1999	3,23

Fonte: IPEADATA, 2009

Analisando os dados relativos à política fiscal e a evolução da dívida pública, nota-se que, desde a decretação do plano, a política fiscal não foi capaz de compensar os efeitos deletérios dos juros. Mesmo a geração de superávits fiscais, a partir de 1998, não foi suficiente para fazer frente à magnitude da despesa com juros. Assim, o peso dos juros sobre a despesa pública – o serviço da dívida – explica largamente o crescimento do endividamento

público. O serviço da dívida, que representava, em média, 7,5% do PIB, em 1995, passou a representar 13,2% do PIB, em 1999 (Ver **Tabela 52**). Em termos orçamentários, o serviço da dívida representava um gasto que era mais do que o dobro do gasto com o segundo principal item das despesas, a saúde. Em vista dos gastos com juros, a dívida passou de 30% do PIB, em 1994, para 44,5%, em 1999.

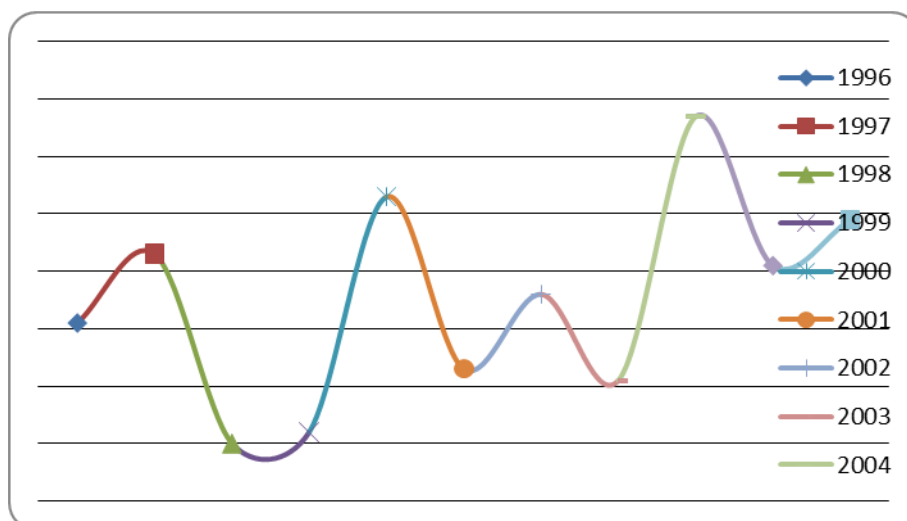
Tabela 52. Serviço da dívida pública, 1995-1999 (% do PIB).

Ano	% PIB
1995	7,54
1996	5,77
1997	5,15
1998	7,95
1999	13,21

Fonte: IPEADATA, 2009

Em resumo, a política macroeconômica do Plano Real teve como principal objetivo a estabilização, e foi estruturada a partir de três princípios: um regime de âncora cambial, uma política monetária fortemente restritiva e um amplo programa de privatização. Aplicado o modelo, a política foi bem sucedida em termos de estabilização, mas, em contrapartida, resultou em desequilíbrio externo, em crescente endividamento interno e em baixo crescimento econômico (ver **Gráfico 23**). A combinação desses dois aspectos, por sua vez, gerou condições propícias para a eclosão de uma crise cambial, a qual só seria superada com a troca da política macroeconômica e da própria equipe econômica.

Gráfico 23. PIB, 1996 – 2006



Fonte: IPEADATA, 2009

4.2.4 O período 1999-2006

4.2.4.1 A montagem do novo modelo macroeconômico

Como é sabido, as crises cambiais que atingiram as economias latino-americanas na década de 1990 obrigaram as autoridades monetárias a rever as premissas dos programas de estabilização adotados. Se, por um lado, o uso do regime de âncora cambial interrompia a dinâmica inflacionária que afligia várias economias, por outro lado, a própria âncora passou a ser o principal fator gerador de instabilidade cambial. Por causa disso, algumas economias adotaram, alternativamente, o uso de algum tipo de âncora nominal capaz de assegurar a manutenção do programa de estabilização adotado. O objetivo era conciliar estabilidade de preços e equilíbrio nas contas externas. Como o regime de metas de inflação (*inflation targeting* - IT) vinha sendo aplicado com sucesso em alguns países desenvolvidos e no Chile, vários países latino-americanos acabaram adotando-o. Dado que as regras de rigidez monetária inerentes ao regime de IT exigem uma taxa de câmbio flutuante, a situação dos países que haviam acabado de abandonar o regime de âncora cambial favoreceu essa escolha. Frente à derrocada do regime de âncora cambial, que ocorreria em janeiro de 1999, o Brasil adotou, em junho de 1999, o regime de IT

No início de 1999, o Plano Real foi posto à prova. Em função de um clima de aguda desconfiança entre os investidores estrangeiros com relação à solvência externa dos países que ainda mantinham regimes de âncora cambial, e em vista da flagrante deterioração das contas externas, iniciou-se uma corrida contra as reservas internacionais brasileiras. Por causa da acentuada perda de reservas decorrente dessa corrida, as autoridades monetárias se viram obrigadas a adotar um regime de câmbio flutuante. Nos primeiros dois meses de vigência do novo regime, houve uma desvalorização cambial de cerca de 80%. Isso colocou em cheque a manutenção da estabilidade de preços, fazendo surgir reivindicações de reindexação salarial e de preços. Em março de 1999, a cotação do dólar alcançou R\$ 2,15, frente a cotação de R\$ 1,22, em janeiro de 1999, reforçando a expectativa de que a reindexação da economia era inevitável. Havia o claro temor que, diante da crise cambial, a estabilidade de preços cedesse lugar a inflação.

A nomeação de um novo presidente para o Banco Central foi a senha para a mudança do modelo de política econômica. O novo modelo seria estruturado com base em três políticas: um regime de câmbio flutuante; uma política monetária cuja principal tarefa seria gerenciar o assim chamado regime de metas de inflação; e uma política fiscal encarregada de reverter o crescimento da dívida pública.

O regime de câmbio flutuante não foi fruto de uma decisão soberana, mas uma decorrência da fragilidade das contas externas brasileiras. No final de janeiro de 1999, o nível de reservas havia atingido cerca de US\$ 21 bilhões - o correspondente, à época, a apenas quatro meses de importações - indicando a impossibilidade de se manter um regime de câmbio administrado. A passagem para o novo regime trazia embutido o risco de que uma aguda desvalorização cambial poderia detonar um “choque de custos”, colocando a perder cinco anos de estabilização.

A estratégia adotada para se fazer face ao risco de descontrole cambial e monetário foi a adoção, em junho de 1999, do assim chamado regime de metas de inflação. Pelo seu papel frente ao grave quadro de crise, e pela sua bem sucedida aplicação na economia brasileira, vejamos mais detidamente os fundamentos que sustentam o arcabouço do regime de metas de inflação. O *modus operandi* do regime se caracteriza, basicamente, pela presença de cinco elementos⁷¹:

⁷¹ Baseado em Arestis et al. (2009).e Minella et al. (2003)

1) O regime de IT (*inflation targeting*) é um modelo de política macroeconômica em que a autoridade monetária define que a estabilidade de preços é o principal objetivo de longo prazo da política monetária. Anúncios públicos de metas de inflação são divulgados, servindo como principais referências de condução dessa política.

Credibilidade, flexibilidade e legitimidade são atributos que devem, necessariamente, estar presentes na estruturação do regime de IT. A credibilidade é um atributo essencial, pois a estrutura do regime deve sinalizar confiança para os agentes econômicos, pois, não havendo confiança, os agentes não considerarão as metas na composição das suas expectativas, o que poderá comprometer o alcance das metas. A flexibilidade é imprescindível, pois a estrutura do regime deve permitir à política monetária uma ação preventiva, e, assim, evitar choques não previstos. Havendo rigidez na política, choques adversos não poderão ser considerados na formulação das metas. Por fim, a legitimidade é necessária, pois ela é capaz de fazer com que a política monetária possa ser mantida mesmo diante de eventuais pressões contrárias.

2) No regime de IT, a principal instância da política macroeconômica é a política monetária. A política fiscal não é reputada como um instrumento macroeconômico decisivo, pois a política monetária é vista como a política dominante, conduzindo a uma subordinação da política fiscal (MISHKIN, 2000, p.4, apud ARESTIS, 2009).

3) A política monetária deve ser conduzida por um banco central independente. Através de uma operacionalização independente da política monetária evitam-se as chamadas inconsistências intertemporais (KYDLAND; PRESCOTT, 1997, apud ARESTIS, 2009).

4) Mecanismos de transparência e responsabilidade são atributos cruciais na condução da política monetária. O objetivo é reforçar a credibilidade das formulações das autoridades monetárias.

5) Considerações sobre a taxa de câmbio são de importância crucial na condução da política monetária. Entretanto, não se estará tratando de metas de taxas de câmbio, mas, tão somente, estará se considerando a taxa de câmbio nas decisões de escolha dos instrumentos de política monetária. Uma flexibilidade maior da política monetária poderá ser aplicada no caso da necessidade de acomodação de grandes movimentos na taxa de câmbio nominal.

Com relação à estrutura operacional do regime de IT, algumas considerações iniciais são necessárias. Primeiramente, sobressai a questão da definição das metas de inflação. A autoridade monetária deve estabelecer uma meta pontual, ou um intervalo de valores, e definir um período de tempo durante o qual a meta deve ser alcançada.

Em segundo lugar, o horizonte da meta deve, necessariamente, corresponder ao horizonte de controle da política monetária. Por isso deve ser levado em consideração o hiato temporal entre a tomada de decisão e a geração de efeitos da política.

O terceiro aspecto a considerar é que a escolha de uma faixa, ao invés de um ponto, para as metas, proporciona maior flexibilidade, tanto em termos de estabilidade do produto como em termos de acomodação frente à grandes flutuações do câmbio.

Um quarto aspecto diz respeito ao fato de que o regime também pede a definição de um modelo que forneça informações sobre a inflação futura, isto é, a previsão da inflação é uma peça importante na engrenagem do regime.

O quinto aspecto relaciona-se a questão de como medir a inflação. Que tipo de índice melhor reflete a marcha dos preços? Como abstrair dos índices os movimentos de curto prazo dos preços? Em resumo, como escolher índices que melhor sinalizem as tendências futuras?

Um outro aspecto relevante a considerar destaca o *trade off* do regime que confronta credibilidade – que implica a necessidade de manter compromissos de modo a conquistar confiança -, com flexibilidade - que acarreta a necessidade de acomodar choques externos.

Essa discussão remete à outro importante aspecto operacional, e que se refere à questão das regras monetárias. De acordo com a regra de Taylor (TAYLOR, 1993, apud ARESTIS et al., 2009), os bancos centrais devem “sobre-reagir” à eventuais sinais de desvio da inflação com relação às metas propostas. Segundo a regra, os bancos centrais devem reagir a um aumento da inflação esperada através de um aumento na taxa de juros nominal em proporção superior ao aumento da inflação esperada. A expectativa é de isso provoque um avanço na taxa de juros real, ajudando a debelar a inflação.

A taxa de juros é vista, portanto, como o principal instrumento de política monetária. É através da regulação da taxa de juros que a autoridade monetária consegue impactar a demanda agregada, buscando, assim, afetar o movimento dos preços.

Em março de 1999, concomitantemente a substituição do regime de câmbio administrado pelo regime de livre flutuação, e com receio de que a consequente disparada do dólar pudesse afetar a formação dos preços internos, o Banco Central voltou a apertar fortemente a política monetária, fixando a taxa básica de juros em 45% ao ano. O objetivo era evitar, através de uma forte contração da demanda, a propagação do efeito *pass-through* proveniente da disparada do câmbio.

Em vista da eminência de alta da inflação, passaram a surgir pressões pela volta da indexação salarial. Centrais sindicais e associações de empresas passaram a acenar para a necessidade de se restabelecer algum mecanismo de defesa de suas remunerações. No entanto,

o governo Cardoso, então recém eleito em um pleito em que foi vencedor no 1º turno, resistiu às tentativas de reintrodução dos mecanismos de reajustes automáticos de salários e preços, mantendo o *status quo*.

De modo a fazer frente às pressões inflacionárias, e estabelecer um marco institucional para a política anti-inflacionária, a autoridade monetária introduziu, em junho de 1999, o regime de IT. Já antes disso, não sem uma certa surpresa, os índices de inflação indicavam que não estaria havendo descontrole de preços. Aparentemente, a política monetária, por si só, estava se mostrando capaz de barrar os movimentos de alta de preços, mantendo os índices de inflação em patamares “aceitáveis”. Mesmo assim, alinhado com a experiência bem sucedida de países como Chile, Austrália e Inglaterra, que haviam adotado o regime de metas de inflação, o Brasil adotou o mesmo regime, passando imediatamente a fazer uso de seus instrumentos.

Ao longo dos três anos seguintes, a política de metas de inflação foi bem sucedida em fazer os índices de inflação convergirem para as metas estabelecidas pelo regime de IT. Uma política monetária que manteve a taxa de juros em um patamar médio de 18,4% ao ano foi a responsável pelo feito. Em contrapartida, a taxa de crescimento médio do PIB foi de 2,4% no período, evidenciando o peso que representou uma taxa de juros excessivamente elevada para a economia. Ao mesmo tempo, a taxa de câmbio sofreu uma valorização nominal de 17%, entre março de 1999 e março de 2001, em resposta a atratividade que o diferencial entre as taxas de juros brasileira e americana exercia sobre o investidor estrangeiro.

Com a introdução do regime de metas de inflação, e com a adoção do regime de câmbio flutuante, a economia brasileira fazia a transição para um modelo macroeconômico no qual a política monetária seria a política dominante. A configuração desse novo modelo, que se complementaria com a adoção de uma política fiscal fortemente contracionista, reafirmaria o compromisso prioritário da política macroeconômica com a estabilidade de preços.

4.2.4.2 A crise cambial de 2002

Após superar os problemas relativos a uma crise energética que frustrou um movimento de retomada do crescimento, em 2001, e evitar o contágio da crise argentina, nesse mesmo ano, a economia brasileira se defrontaria, em março de 2002, com o início do que seria uma longa e persistente desvalorização da taxa de câmbio. A partir de março de 2002, as incertezas projetadas pela ascensão nas pesquisas eleitorais do candidato Lula da

Silva levaram a uma intensificação do movimento de saída de capitais, pressionando fortemente a taxa de câmbio. Entre março de 2002 e outubro de 2002, a taxa de câmbio sofreu uma desvalorização de mais de 60%, alcançando R\$ 3,99 na sua cotação mais alta ao longo deste período. Ao mesmo tempo, o prêmio de risco dos títulos da dívida externa brasileira disparou, se situando 24 pontos percentuais acima da taxa paga pelos títulos norte-americanos.

Diante de uma nova crise cambial, a estabilização enfrentaria um novo desafio. Em função do efeito-custo decorrente da desvalorização cambial, e devido ao aumento das tarifas de energia elétrica, as taxas mensais de inflação passaram a subir. No entanto, a prorrogação do acordo assinado pelo governo com o FMI, com a concordância do então candidato Lula da Silva, ajudou a aplinar a crise. A prorrogação do acordo permitiu ao Brasil ter acesso a mais um aporte de recursos do FMI e serviu para projetar entre os agentes econômicos a expectativa de que o resultado das eleições brasileiras não ensejaria uma ruptura na condução da política macroeconômica. Apesar disso, ao final da campanha eleitoral, em outubro de 2002, a cotação do dólar se mantinha em R\$3,50 e a taxa de risco-país não se afastara de 2.400 pontos.

Vencedor da eleição presidencial, Lula da Silva tomou posse em janeiro de 2003. Composto sua equipe econômica, o novo presidente convidou para a presidência do Banco Central um quadro advindo do setor financeiro, filiado ao partido do ex- presidente Fernando Cardoso. Com essa iniciativa, e com a divulgação de que a política monetária, consubstanciada no regime de metas de inflação, seria mantida, as expectativas quanto à condução da política econômica foram profundamente alteradas. Em vista disso, a taxa de câmbio recuaria abaixo de R\$ 3,00 já no sexto mês do Governo Lula e o prêmio de risco do Brasil se reduziria a 800 pontos. Ao longo dos meses seguintes, a taxa de câmbio experimentaria uma consistente valorização, deixando para trás um cenário de pânico e incerteza.

4.2.4.3 A condução da política macroeconômica

A experiência brasileira com o regime de IT tem sido relativamente bem sucedida. A **Tabela 17** abaixo mostra o êxito relativo da política, tanto em termos de manutenção de uma taxa relativamente baixas (comparado aos padrões da década de 1980), como em termos de atingimento das metas. De fato, a inflação se manteve em um dígito, no período 1999-2006 -

com exceção de 2002, um ano de aguda crise cambial -, e as metas foram atingidas em quatro dos sete anos cobertos pela **Tabela 53**.

Arestis et al. (2009) entendem, porém, que, devido ao fato das metas não terem sido atingidas em três dos sete anos analisados, a aplicação do regime no Brasil seria passível de críticas. Buscando corroborar tal conclusão, Arestis et al. (2009) apresenta uma análise comparativa da experiência brasileira com o regime de IT e de outros países “similares”⁷². A análise considera dois grupos: um grupo de países que adotou o regime de IT e outro grupo que não o fez. A conclusão da análise é um tanto ambígua. Ao mesmo tempo em que reconhece os progressos do Brasil, a análise aponta o fato de que a inflação média no Brasil, no período analisado, permaneceu em patamares mais elevados do que nos demais países que adotaram o mesmo regime. Além disso, a análise indica que os países que não adotaram o referido regime também foram bem sucedidos em reduzir as taxas de inflação nos últimos anos.

Para Bresser-Pereira (2003), o regime de metas de inflação foi um avanço em termos de política monetária, porque esta se transformou, na prática, em política de taxas de juros. Ele entende que o regime reconhece explicitamente o caráter exógeno da taxa de juros, funcionando, de fato, como uma política keynesiana de impacto sobre os preços e sobre o produto. Apesar de aplaudir a instituição do regime de metas de inflação, Bresser Perreira levanta críticas ao fato de que a sua adoção se deu em um contexto de valorização cambial. Para ele, isso acarretou o aprofundamento do desajuste cambial, comprometendo o ajuste externo, a expansão das exportações e, por tabela, o crescimento econômico.

Tabela 53. Metas de Inflação e Inflação, 1999-2005

Ano	Centro de meta	Intervalo da meta	Inflação efetiva (variação do IPCA)
1999	8,0%	6 a 10%	8,94%
2000	6,0%	4 a 8%	5,97%
2001	4,0%	2 a 6%	7,67%
2002	3,5%	1,5 a 5,5%	12,53%
2003	4,0%	1,5 a 6,5%	9,30%

⁷² Por similares, entenda-se, basicamente, economias emergentes.

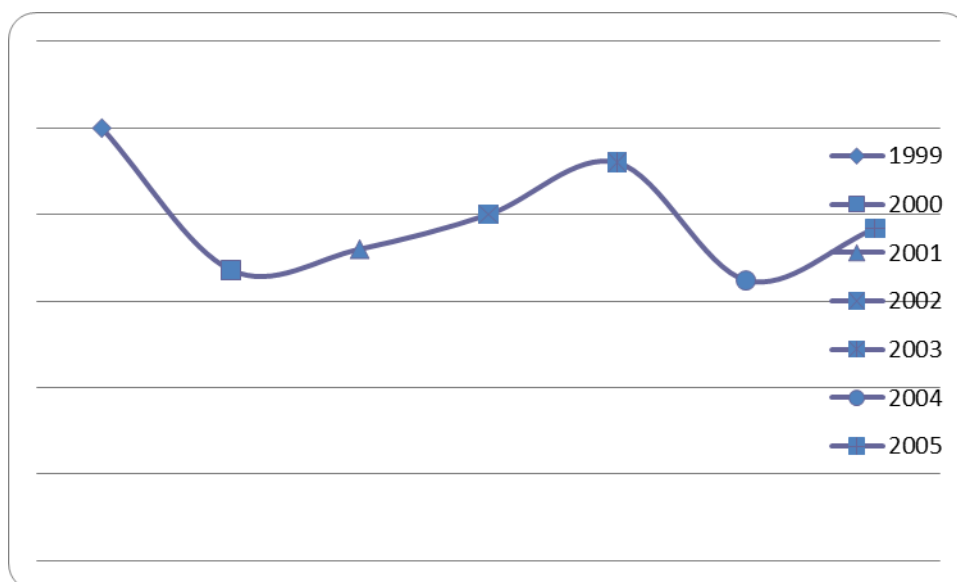
2004	5,5%	3 a 8%	7,60%
2005	4,5%	2 a 7%	5,69%

Notas: (a) A meta do ano era inicialmente 3,25% (+/- 2%). Depois ela foi alterada para 3,5% (com intervalo de tolerância de +/- 2%); posteriormente o BCB decidiu mudar a meta para 4,0% com intervalo de tolerância de 2,5%. (b) A meta de inflação do ano era inicialmente 3,75% (+/- 2,5%); depois ela foi alterada para 5,5% e mantido o intervalo de tolerância de +/- 2,5%.

Fonte: Franco, 2009

Para efeito deste trabalho, é importante assinalar que, no caso brasileiro, a despeito do relativo êxito da aplicação do regime de IT, os reflexos da manutenção de uma elevada taxa de juros (ver **Gráfico 24**) sobre a trajetória do câmbio e sobre o crescimento do PIB não foram muito auspiciosos. Ao longo do período 1999-2006, com exceção do ano em que houve crise cambial, a taxa de câmbio se valorizou continuamente, e a taxa de crescimento do PIB evoluiu timidamente.

Gráfico 24. Taxa Selic média, 1999-2005



Fonte: Banco Central do Brasil, 2009

Apesar de a balança comercial ter registrado saldos muito favoráveis no período em questão, a evolução do *quantum* exportado foi muito modesta. Em boa medida, a obtenção de expressivos saldos cambiais pode ser creditada ao aumento dos preços internacionais das *commodities* que o Brasil exporta. Minério de ferro, carne, soja, celulose, alumínio são alguns produtos que experimentaram altas expressivas de preços, impulsionando as exportações brasileiras.

Quanto à trajetória das taxas de crescimento do PIB, essa se mostrou muito acanhada. No período 1993-2003, o crescimento médio anual se situou próximo de 2%, revelando o embaraço que tem representado o regime de metas de inflação em termos de crescimento do PIB.

Não obstante os problemas apontados, é importante assinalar a mudança ocorrida nos principais indicadores macroeconômicos a partir de 2004. A taxa de inflação caiu de forma consistente, alcançando menos de 5 % em 2006. A taxa de juros se reduziu de 26,5 %, no início do Governo Lula, para 13,25 %, ao final de 2006. Neste mesmo período, o saldo das reservas cambiais pulou de US\$ 49 bilhões para US\$ 89 bilhões e a dívida pública passou de 50% para 44% do PIB. Por fim, o PIB apresentou um crescimento acumulado de quase 15% nos três últimos anos do Governo Lula, o melhor resultado trienal desde 1993-1995.

A pergunta óbvia a se fazer é: o que mudou? Em vista dos acontecimentos, a resposta é só uma: o contexto econômico internacional se tornou extremamente favorável. A partir de 2002, a liquidez internacional aumentou de forma acentuada, voltando a favorecer o fluxo de capitais para os países em desenvolvimento e os países desenvolvidos passaram a crescer de forma mais vigorosa, favorecendo o comércio internacional. O Brasil se beneficiou desse novo ambiente de duas maneiras: através da melhora da conta de capitais, que favoreceu a formação de reservas, e por intermédio da alta de preços das *commodities* vendidas pelo país no mercado internacional, que reforçou a receita de exportações.

Apesar do crescimento econômico ainda modesto, principalmente se comparado com o das chamadas economias emergentes, há que se reconhecer o avanço representado pela redução das fragilidades interna e externa da economia brasileira. A obtenção de persistentes superávits na balança de transações correntes tem conduzido à configuração de um quadro cambial bastante sólido. Por outro lado, a ampla liquidez verificada no mercado financeiro internacional também tem contribuído para um intenso fluxo de entrada de capitais no país, favorecendo uma preocupante valorização cambial e um aumento do risco que representa um elevado estoque de capitais de portfólio.

A capacidade da política macroeconômica de evitar a repetição de erros passados, como uma excessiva apreciação da taxa de câmbio e uma rigorosa condução da política monetária, e de constituir novos acertos, como a ampliação do investimento público e do privado, dará a medida das chances da economia brasileira conseguir alcançar uma trajetória de crescimento econômico ascendente e sustentável.

CAPÍTULO 5 – O PAPEL DAS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS DE CURTO PRAZO (PMCP) PARA O CRESCIMENTO ECONÔMICO DE VIETNÃ, MALÁSIA E BRASIL

INTRODUÇÃO

A partir do fim da década de 1970, como desdobramento de um contexto que incluiu as duas crises do petróleo, o fim do padrão-dólar e a alta da taxa de juros internacional, iniciou-se o ocaso dos modelos de desenvolvimento que buscavam, através de dirigismo estatal, protecionismo e regulação, acelerar o processo de crescimento econômico dos países. Um novo paradigma emergiria do esgotamento dos modelos intervencionistas⁷³, restabelecendo, em âmbito global, a hegemonia das idéias que protagonizaram o cenário econômico até a emergência da Crise de 1929. Este novo paradigma, que hoje é conhecido como Consenso de Washington, representa a síntese ideológica que passou a dominar os países industrializados a partir da década de 1980 - e se estendeu aos demais países como cartilha de desenvolvimento. Suas recomendações perpassam todas as esferas da política econômica. Resumidamente, são elas:

- 1- Os países devem se abrir ao comércio internacional, pois isso possibilita a transferência de tecnologia, que gera aumento de produtividade e favorece a promoção de vantagens comparativas.
- 2- A política cambial dos países deve ser de livre flutuação, pois assim o mercado irá estabelecer uma taxa de equilíbrio para as moedas nacionais, o que irá favorecer o equilíbrio no balanço de pagamentos.
- 3- A disciplina fiscal é desejável, pois assim evita-se o financiamento inflacionário. Recomenda-se a redução da participação do Estado na economia, pois falhas de governo, muito comuns, geram ineficiências. Programas de reforma do Estado (privatização) devem ser promovidos de modo a se proceder a diminuição da intervenção do Estado na economia.
- 4- A política monetária é prioritária e deve ter como único objetivo o controle da inflação.
- 5- É necessária a liberalização da conta de capitais, pois isso permite a mobilidade de capitais, que gera eficiência alocativa.

⁷³ A literatura econômica designa por estatizante, intervencionista, keynesiano, desenvolvimentista, protecionista, do bem estar social, e outros adjetivos menos citados, os modelos de desenvolvimento que incorporam em algum grau de participação do Estado na economia, a partir da década de 1930.

A análise da evolução das economias do Brasil, Vietnã e Malásia, nos últimos vinte e cinco anos, sugere que intervencionismo estatal e liberalismo econômico se revezaram como pano de fundo das políticas monetária, cambial e fiscal desses países.

No caso do intervencionismo, que predominou nestes países (em graus muito variados) até meados dos anos 1980, uma forte presença do Estado na economia condicionava a forma pela qual cada país conduzia sua política macroeconômica. No segundo caso, que ganhou maior relevo a partir do final da década de 1980, a diminuição da presença do Estado na economia e a abertura comercial e financeira foram os parâmetros que passaram a orientar a condução da política macroeconômica desses países.

Apesar de muito diferentes, as economias de Brasil, Malásia e Vietnã apresentam aspectos muito semelhantes no que diz respeito à passagem de um modelo a outro. Como nos revela este trabalho, as condições externas adversas e o esgotamento da capacidade de financiamento do Estado, pontos nevrálgicos do modelo intervencionista, se constituíram em obstáculo intransponível para a continuidade deste padrão. A adoção de um novo modelo, cuja implantação trazia em seu bojo a possibilidade de rápido aumento do investimento privado – nacional e estrangeiro –, apresenta, no entanto, aspectos um tanto diferentes nos três países. Até porque, os dois últimos cresceram aceleradamente nos últimos vinte e cinco anos e o Brasil cresceu muito pouco.

No primeiro capítulo deste trabalho, no qual foram introduzidos os modelos teóricos que tratam do crescimento econômico, foi apontado que a PMCP teria maior relevância como condicionante do crescimento econômico de longo prazo apenas nos modelos Harrod Domar e de Kaldor. Segundo estes, a PMCP seria capaz de impactar a demanda agregada e, por essa via, poderia afetar o nível de curto prazo do produto. O impacto sobre o nível de curto prazo do produto, por sua vez, poderia exercer uma influência positiva sobre as expectativas de demanda futura, induzindo a um aumento de investimento. Assim, haveria crescimento econômico de longo prazo. Nesta perspectiva, a PMCP teria condições de favorecer o crescimento econômico de longo prazo.

Em linha com esse entendimento, o capítulo a seguir se propõe a fazer uma síntese entre o modelo de Kaldor e as experiências de PMCP aqui analisadas, distinguindo os seguintes aspectos: a) o modelo de desenvolvimento implementado em cada país (intervencionista X liberal); b) o papel previsto/requerido da PMCP em cada um desses modelos; e c) a compatibilidade das PMCP aos dois modelos.

5.1 A COMPATIBILIDADE DAS PMCP AOS MODELOS DE DESENVOLVIMENTO DO VIETNÃ

5.1.1 O fim do modelo intervencionista e a PMCP do Vietnã

O caso do Vietnã, dos três casos analisados, é o que certamente suscita maior inquietação. O fato de a economia vietnamita ter logrado a substituição de um sistema de planificação estatal por um sistema de economia de mercado, e de ter crescido rapidamente nos últimos vinte e cinco anos, instiga em particular o interesse daqueles que se ocupam do tema crescimento econômico.

Até o início de realização de reformas (1988), o Estado vietnamita adotava um modelo econômico fortemente regulamentado, com participação predominante de empresas estatais. Durante o período de intervencionismo, a PMCP se baseava no tripé câmbio administrado (*crawling peg*) – política monetária expansiva - política fiscal expansionista. Esta PMCP esteve em vigor até o fim da vigência do modelo intervencionista e se mostrou pouco eficaz em termos de promoção do crescimento econômico.

Ao se analisar a influência da PMCP sobre os fatores promotores do crescimento econômico no período pré-reformas (1981-1986), é importante ter em conta que a condução da PMCP esteve condicionada, basicamente, por duas ordens de fatores: de um lado, por graves restrições externas – como o bloqueio comercial americano e a retração do bloco soviético - e, de outro lado, por ambiente interno dominado por um processo inflacionário agudo. Em função disso, a condução da PMCP restou muito limitada, ficando impossibilitada de incentivar o investimento e as exportações, dois fatores cruciais para o processo de crescimento.

A análise da PMCP indica que a combinação de um contexto de restrições externas e de alta inflação limitou o raio de ação da política cambial. Não podendo acelerar as desvalorizações cambiais, por causa da inflação, a política cambial ficou confinada a uma estratégia de correção *ex-post* da taxa de câmbio. A perspectiva de aceleração da alta de preços barrou uma política cambial que, acelerando as desvalorizações, poderia impulsionar as exportações. Deste modo, reduziu-se a possibilidade de a política cambial impulsionar o desempenho das exportações, sendo, restrita, portanto, a sua influência sobre o crescimento econômico.

A análise da PMCP também ressalta que a política monetária teve papel limitado frente à crise do modelo intervencionista. Ao acomodar a demanda por moeda decorrente da

remonetização da economia, a política monetária corroborou pressões inflacionárias, favorecendo a alta de preços. Com o “Ajuste de Preços”, de 1985, a rápida monetização da economia implicou uma política monetária fortemente expansiva, o que, diante do contexto de liberalização de preços, acabou por favorecer a alta de preços. Junto a isso, a necessidade urgente de crédito das empresas estatais, ameaçadas pelo confisco determinado pelo “Ajuste”, acarretou uma acomodação da política monetária aos ditames da política fiscal. Assim, a condução da política monetária, ao invés de contribuir para a contenção da escalada inflacionária, prejudicou a estabilização do ambiente macroeconômico, dificultando o crescimento econômico.

Por fim, a análise aponta que dificuldades decorrentes do contexto externo e de problemas internos implicaram em uma política fiscal de alcance muito restrito. A condução da política fiscal esteve pressionada tanto por restrições de receita como por pressões de despesa. Pelo lado das receitas, a restrição se explica pelo fim da ajuda soviética e pela queda da atividade econômica. Pelo lado das despesas, pela guerra com o Camboja e pela monetização dos salários do funcionalismo. Como resultado, o Estado se defrontou com uma grave crise fiscal.

Diante deste quadro, a política fiscal se voltou à necessidade de promover um importante ajuste fiscal. Por causa disso, uma forte contração nas despesas foi promovida, reduzindo consideravelmente o investimento público. Com a retração deste, os projetos em andamento, como a expansão da indústria petrolífera, foram fortemente afetados, impactando o crescimento do PIB. Assim, diante de um quadro que combinava redução de receitas e aumento de despesas, o investimento público se retraiu, afetando diretamente o crescimento da economia.

Em resumo, diante de um contexto que reunia impedimentos à expansão das exportações, crescente descontrole de preços e baixa capacidade de investimento do Estado, a PMCP disporia de reduzida margem de manobra. Considerando essas limitações, a PMCP em pouco poderia incentivar a demanda agregada, ficando, assim, impedida de favorecer a expansão da economia.

5.1.2 O modelo liberal e a PMCP do Vietnã

Desde o final da década de 1980, o Vietnã instituiu um conjunto de reformas que desembocou na substituição do sistema de planificação centralizada. Com as reformas, o Vietnã estabeleceu um modelo de desenvolvimento no qual a presença do capital privado ganhou relevância. As reformas estabeleceram, entre outras medidas, um regime de comércio exterior mais aberto, uma legislação mais liberal com relação à entrada de capitais estrangeiros e um amplo programa de privatização. Foram estas mudanças que, a despeito uma economia fortemente regulamentada, e com forte presença de empresas estatais, atraíram para o Vietnã um intenso fluxo de capital estrangeiro ao longo de quase toda a década de 1990.

A análise da PMCP vietnamita revela que, com as reformas, a condução das políticas cambial, monetária e fiscal sofreria decisivas alterações. Em primeiro lugar, um regime de âncora cambial seria adotado. Em função da abertura comercial e financeira e do aumento das remessas de imigrantes, aumentaria significativamente o fluxo de entrada de capitais no país, possibilitando a adoção de tal regime. A partir daí, um ambiente de estabilidade cambial se estabeleceria, possibilitando o controle da inflação.

Em que pese os benefícios advindos da estabilidade de preços, com a adoção do regime de âncora cambial, uma persistente valorização do *dong* se verificaria. Em vista da abertura comercial e da manutenção desta política de apreciação cambial, a balança comercial seria afetada. Ainda que as exportações tivessem crescido rapidamente, as importações caminharam a frente durante quase todo o período coberto por esta análise. Apesar do aparente mau resultado em termos do balanço de pagamentos, o excelente desempenho das exportações sobrepujou as limitações impostas pela política cambial, favorecendo largamente o crescimento econômico.

No entanto, mesmo não tendo impedido um resultado positivo na balança comercial, a apreciação cambial afetou o crescimento das exportações. A medida que se aprofundou a valorização do câmbio, o desempenho destas perdeu dinamismo. Deste modo, a expansão das exportações deve ser creditada, basicamente, a instituição de políticas de incentivo à setores exportadores, como a política de liberalização das exportações e a política de concessão de subsídios e incentivos fiscais. Um mercado externo muito favorável também teve contribuição decisiva no êxito da estratégia de crescimento econômico, através do estímulo ao crescimento das exportações. A criação das zonas especiais de exportação, com a conseqüente atração de IDE, além da expansão do setor petrolífero, estão na origem do avanço do setor exportador,

avanço este verificado a despeito dos efeitos negativos da apreciação cambial. Assim, o crescimento da economia, em boa medida resultado do aumento das exportações, não pode ser creditado à condução da política cambial, mas às políticas verticais adotadas.

Outro aspecto importante de tal política se refere à vulnerabilidade externa decorrente da valorização do *dong*. Diferentemente do que ocorreu com a economia dos países vizinhos, o déficit comercial vietnamita não foi integralmente compensado pela entrada de capitais de curto prazo no país. No caso do Vietnã, embora o país tenha recebido um volume importantes destes capitais, o fato de ser destinatário de um alto volume de transferências unilaterais (remessas de emigrantes) permitiu que esses déficits comerciais fossem compensados sem o recurso a capitais externos. Graças a isso, o endividamento externo se manteve em patamares reduzidos, não representando maior vulnerabilidade para a economia.

Com a eclosão da Crise Asiática, o Vietnã se defrontou com uma reversão no fluxo de capitais de curto prazo, permitindo uma desvalorização importante da taxa de câmbio. Passada a crise, as autoridades monetárias, ainda sob a batuta de um regime de câmbio administrado, mantiveram um viés baixista na condução da política cambial. Como resultado desta estratégia, as exportações aumentaram sensivelmente, com o valor exportado alcançando cerca de 60% do PIB, em 2006, proporcionalmente três vezes mais do que dez anos antes.

Uma segunda alteração importante diz respeito à condução da política monetária. Duas fases distintas marcaram a política monetária nesse segundo período. A primeira, que se estende do início das reformas institucionais (1988) até a drástica redução da inflação (1992), foi caracterizada por uma política de taxas de juros reais elevadas. Acompanhando a introdução do regime de âncora cambial, uma política de juros altos, ainda que favorecida por um considerável fluxo de transferências unilaterais, foi a estratégia utilizada para se estabilizar a taxa de câmbio. Devido à necessidade de assegurar um fluxo cambial positivo, o regime de âncora cambial enquadrando a condução da política monetária, impondo a manutenção de uma taxa de juros elevada.

A segunda fase, que se inicia com a superação do processo inflacionário (1993) e se prolonga até o período em que se encerra esta análise, foi caracterizada por uma combinação de taxas de juros reais baixas e altas taxa de crescimento econômico. A análise mostra que, tão logo a inflação cedeu, a taxa de juros foi reduzida drasticamente, favorecendo a retomada do investimento.

Observando a condução da política monetária desde o início do regime de âncora cambial (1989), percebe-se que a estratégia de juros altos foi utilizada somente durante o

período em que a alta inflação predominou (1989-1992). Para efeito do crescimento econômico, tão logo os preços cederam, a política monetária começou a favorecer a flexibilização das taxas de juros. Dois anos após a taxa de inflação cair a um dígito, as taxas de juros reais cederam para este patamar. De 1994 a 2006, a taxa de juros real básica não ultrapassou a marca de um dígito, e desde 1999 a taxa nominal não esteve acima de 6% ao ano.

Para se entender como foi possível tal grau de autonomia da política monetária vale destacar o papel das transferências unilaterais em termos dos benefícios gerados à condução desta política. O elevado volume de remessas de emigrantes, ao compensar o déficit comercial e ainda permitir o controle do câmbio pelo governo, tornou dispensável a política de juros altos. Ainda que a balança comercial tenha ficado deficitária durante vários anos, as transferências unilaterais asseguraram o equilíbrio do balanço de pagamentos, liberando a política monetária. Assim, reduções na taxa de inflação foram rapidamente acompanhadas por reduções na taxa de juros nominal básica (e real). A redução da taxa de juros foi acompanhada pelo aumento do investimento privado e da taxa de crescimento do PIB.

A análise ainda indica que a política fiscal também se caracterizou por duas fases distintas: a primeira, marcada pela austeridade, coincidiu com o auge da política de combate à inflação (1988-92). A segunda, por um período em que o Estado voltou a incentivar o crescimento do investimento público (1993-1997). Durante a fase de estabilização (1988-1992), o governo instituiu uma política de rígida disciplina fiscal. Porém, a partir de 1993, a política fiscal voltaria a ser acionada, propiciando um considerável aumento no investimento público, investimento este fortemente voltado ao fortalecimento de setores exportadores.

A condução da política fiscal, ao estimular o investimento público, produziria ao menos dois efeitos positivos em termos de crescimento econômico: impulsionaria a indústria petrolífera, que apresentava alta participação relativa no PIB e na pauta de exportações do país, e favoreceria o desenvolvimento de setores exportadores, estimulando também o investimento privado. Assim, não seria incorreto registrar que a política fiscal cumpriu um duplo papel: favoreceu, ao mesmo tempo, o crescimento das exportações e o crescimento do produto.

Por último, é preciso ressaltar a importância do mercado externo em relação às chances de crescimento do país. Como o crescimento do país estava fortemente apoiado no crescimento das exportações, é natural se apontar o fato de que todo esse crescimento só foi possível frente a um contexto externo muito favorável. Dada a participação das exportações na composição da demanda agregada do Vietnã, é, sem dúvida, muito difícil considerar que o

crescimento do PIB, nesse segundo período, poderia ser tão expressivo se não fosse o crescimento do mercado externo. O que permite concluir que o modelo é fortemente dependente do comportamento do contexto externo.

5.1.3 Determinantes do PIB e taxas de crescimento econômico durante a vigência dos modelos intervencionista e liberal.

As **Tabelas 54 e 55** a seguir apresentam, respectivamente, a evolução dos determinantes do PIB vietnamita, no período 1992-2006, e as taxas médias de crescimento econômico durante a vigência de cada modelo. O objetivo é ressaltar o papel do investimento e das exportações diante do processo de crescimento do Vietnã e também a trajetória do PIB em cada um dos modelos. Embora reconhecendo que a definição do período de vigência de um dado modelo econômico é um exercício intelectual um tanto arbitrário, considerou-se, para efeito de elaboração das tabelas, os seguintes critérios⁷⁴: **Tabela 54**- a disponibilidade de dados (a partir de 1992), o ano em que as reformas liberalizantes foram instituídas no país (1988) e a crise cambial (1997); **Tabela 55**- o primeiro ano coberto por esta análise (1981), o início da crise do primeiro modelo (1986), as reformas liberalizantes (1989) e a crise cambial (1997)

Tabela 54. Determinantes do PIB – Taxas médias de crescimento e participação no PIB (1992-2006).

	Taxa média 1992-97	Taxa média 1998-06	Participação (%) no PIB em 1992	Participação (%) no PIB em 2006
PIB	8,6	7,1	100	100
Investimento	15,3	15,6	18,5	35
Consumo	7,5	7	82	70
Exportação	11,5	10,3	32,4	73,5
Importação	11,7	10,4	32,9	78,5

Fonte: FMI, 1998, 1999, 2001, 2003, 2007

⁷⁴ Estes critérios foram seguidos na análise dos demais casos.

Tabela 55. Modelo intervencionista e modelo liberal: taxas de crescimento, 1981-2006.

	Modelo intervencionista 1981-1985	Modelo intervencionista 1986-1988	Modelo liberal 1989-1997	Modelo liberal 1998-2006
PIB (variação média anual (em %))	6,3	3,5	7,8	7,1

Fonte: FMI, 1998, 1999, 2001, 2003, 2007

A **Tabela 54** indica que as exportações foram o determinante do PIB que apresentou o maior crescimento relativo no período 1992-2006. A partir de 1992, as exportações se moveram bem a frente dos demais componentes, fazendo com que a sua participação no PIB aumentasse consideravelmente. Como as exportações mantiveram um elevado dinamismo, tal participação se traduziu em força propulsora do PIB, contribuindo para manter um elevado ritmo de crescimento econômico. A análise apresentada anteriormente sugere que isto ocorreu, basicamente, em função de uma política econômica fortemente voltada ao fortalecimento de setores exportadores. A criação das zonas especiais de exportação e os incentivos à indústria petrolífera explicam, em boa medida, o avanço das exportações. Assim, como já apontado, em função da apreciação cambial decorrente do regime de âncora cambial, muito pouco deste resultado pode ser creditado à PMCP.

A **Tabela 54** aponta ainda o acentuado crescimento dos investimentos, os quais também tiveram contribuição relevante para o dinamismo da economia vietnamita. O investimento público, decorrente do aumento de receitas do Estado, e o investimento privado, resultado do aumento do investimento estrangeiro, principalmente em setores exportadores, esclarecem esses números positivos. À luz desses fatos, é inegável o papel das políticas fiscal e monetária frente ao rápido crescimento do PIB. Enquanto a primeira favoreceu o aumento das despesas de capital, focando na expansão das atividades da indústria exportadora o seu objetivo principal, a segunda foi bem sucedida em reduzir rapidamente as taxas de juros, impulsionando o investimento privado.

A **Tabela 55** indica, nas duas primeiras colunas, as taxas médias de crescimento do PIB no período intervencionista. Em primeiro lugar, a tabela revela que o modelo intervencionista, no seu período final, não dava mais sinais de dinamismo econômico. Após uma fase de rápida expansão da economia, o modelo entrou em crise, com uma pronunciada

queda no ritmo de crescimento do PIB. Um quadro de graves dificuldades externas e internas envolveu a economia vietnamita, frente ao qual a PMCP muito pouco pôde fazer.

Em segundo lugar, a **Tabela 55** ressalta que os dois períodos seguintes – pré e pós Crise Asiática – se caracterizaram por elevadas taxas de crescimento. No primeiro período, com a introdução de reformas, o PIB passou a crescer rapidamente, deixando para trás o sistema de planificação e o processo de alta inflação. No segundo período, mesmo sofrendo os efeitos da Crise Asiática – que freou as exportações e reduziu o ritmo de crescimento econômico – a economia se recuperou rapidamente, voltando a apresentar alto dinamismo econômico. Neste segundo período, a PMCP foi hábil em promover uma desvalorização cambial controlada, conseguindo restabelecer rapidamente taxas de crescimento econômico próximas às verificadas antes da crise.

Portanto, durante toda a vigência do modelo liberal, a economia cresceu aceleradamente. Não houve, como nos países vizinhos, problemas quanto à retomada das taxas de crescimento econômico. Ressalte-se o fato de que as exportações seguiram crescendo muito a frente do consumo, do investimento e, obviamente, do PIB. Após a crise, beneficiadas por uma política cambial que promoveu uma importante desvalorização cambial, as exportações se mantiveram como principais determinantes do crescimento do PIB do Vietnã.

5.2 A COMPATIBILIDADE ENTRE AS PMCP E OS MODELOS DE DESENVOLVIMENTO DA MALÁSIA

5.2.1 O modelo intervencionista e a PMCP da Malásia

De 1971 até meados da década de 1980, a condução da política macroeconômica da Malásia esteve condicionada por um modelo de desenvolvimento fortemente intervencionista. Em decorrência do esgotamento da capacidade de financiamento do Estado e da deterioração das contas externas, em 1985-86, aprofundou-se o processo de substituição deste modelo. No seu lugar, seria instituído um padrão no qual o investimento privado desempenharia o papel principal.

Até o final da década de 1970, a política macroeconômica malaia se enquadrava muito bem no figurino previsto pelos modelos de corte intervencionista, e apresentava resultados bastante satisfatórios. A PMCP mantinha, basicamente, a seguinte configuração: um regime de câmbio fixo, com uma taxa de câmbio desvalorizada; uma política fiscal que mantinha o

investimento público em níveis bastante elevados; e uma política monetária que, face uma tradição de estabilidade monetária, mantinha uma taxa de juros relativamente baixa. Ao longo do período em que vigorou o modelo intervencionista, a PMCP favoreceu fortemente o crescimento das exportações e a manutenção de uma alta taxa de investimento – privado e público –, com impacto largamente positivo sobre o crescimento do PIB. Ao longo do período 1971-1984 (antes, portanto, da crise malaia), o crescimento médio da economia foi de 5,9%, evidenciando o êxito do modelo em termos de crescimento do PIB.

A partir do início da década de 1980, condições externas desfavoráveis – como a alta dos juros internacionais e a recessão internacional – e fatores políticos internos viriam a inibir a manutenção do modelo intervencionista. Diante das dificuldades enfrentadas pelo modelo, a condução da PMCP sofreria drásticas alterações.

Vista em retrospectiva, a PMCP que vigorou no período final do modelo intervencionista, e cujos efeitos sobre o crescimento econômico se revelariam um tanto deletérios, foi fortemente impactada pela recessão internacional. A análise da PMCP do período deixa claro que a queda da receita de exportações, ao reduzir a renda dos setores exportadores, provocou um agudo impacto sobre as contas externas e sobre a demanda interna derivada desses setores, colocando em cheque as premissas da PMCP.

Em primeiro lugar, diante da recessão, a manutenção do regime de câmbio fixo, combinada com ambiente de alta de preços, resultaria em apreciação real do *ringgit*, prejudicando, também por essa via, o desempenho das exportações. Em consequência disso, um déficit comercial afetaria a balança de transações correntes, aumentando, de forma dramática, o endividamento externo. Esse endividamento externo, por sua vez, demandaria uma elevada transferência de recursos para o exterior, o que reduziria o nível de investimentos na economia, comprometendo o crescimento econômico.

Em segundo lugar, um aperto na política monetária, adotado em decorrência da política de combate a inflação, apesar de eficaz neste aspecto, resultaria em redução do investimento privado doméstico. Essa redução do investimento privado, por sua vez, combinada com o contexto recessivo externo, afetaria o comportamento da demanda agregada, impactando o crescimento da economia.

Em terceiro lugar, a condução da política fiscal, que havia servido como principal vértice da política anti-cíclica, desembocaria em grave crise fiscal. A estratégia de aumento do gasto público comprometeria a sustentabilidade da própria dívida pública – interna e externa –, resultando em drástico recuo do investimento público, e, conseqüentemente, em redução do potencial de crescimento da economia.

Em resumo, as necessidades de financiamento do modelo intervencionista, diante do cenário de crise externa, colocaram em cheque os pressupostos da PMCP – regime de câmbio fixo, política monetária frouxa e política fiscal expansionista – concorrendo para sua substituição. Assim, diante da crise, a PMCP em pouco pôde contribuir para estimular a demanda agregada, tendo, portanto, pouca influência sobre o crescimento da economia.

5.2.2 O modelo liberal e a PMCP da Malásia

A partir da segunda metade da década de 1980, buscando recompor o equilíbrio do balanço de pagamentos e recuperar o nível de investimento da economia, um modelo de desenvolvimento baseado nas recomendações do Consenso de Washington passou a direcionar a política econômica da Malásia. A desregulamentação da economia, a liberalização financeira e a privatização estavam entre as principais medidas adotadas com vistas à implantação do novo modelo.

Com sua adoção, em 1985-86, um novo padrão de PMCP foi instituído. Em primeiro lugar, um regime de câmbio flutuante foi implantado. Este novo regime possibilitaria, inicialmente, a desvalorização da taxa de câmbio e, com isso, um incremento nas exportações. Ao mesmo tempo, uma política monetária restritiva seria perseguida, de modo a conter eventuais descontroles no câmbio. Por fim, uma política fiscal austera, resultado da crise fiscal, seria instituída. A consequência inicial da adoção do novo padrão foi o ajuste do setor externo e a recuperação das finanças do setor público.

No início da década de 1990, com o aprofundamento das diretrizes do novo modelo - desregulamentação da economia, privatização e abertura financeira - um forte fluxo de capitais passou a fluir para o país. O resultado dessa enxurrada de capitais foi, por um lado, um pronunciado aumento na participação do capital privado na economia - que se traduziu em forte aumento de investimento e em acelerado crescimento econômico. Por outro lado, este novo contexto acarretou uma acentuada valorização da taxa de câmbio, com consequente queda do saldo comercial externo.

Apesar dos bons resultados iniciais da PMCP, a nova conjuntura cambial que viria a se configurar – de expressiva apreciação do *ringgit* – colocou em cheque a política cambial. Diante de um quadro caracterizado por uma forte entrada de capitais externos, que agravava cada vez mais o contexto de valorização da taxa de câmbio, a resposta foi a instituição do mecanismo de controle de entrada de capitais externos. Isso possibilitou a retomada da

política de desvalorização cambial, afastando, ao menos temporariamente, a ameaça de estagnação das exportações. Graças a isso, e também ao aprofundamento da política de promoção de exportações, estas se mantiveram em alta, favorecendo a continuidade do crescimento da economia. Registre-se, no entanto, o elevado déficit da balança de serviços e a crescente deterioração da balança de transações correntes.

É interessante notar que, ao longo de quase toda a década de 1990, não obstante a apreciação cambial, a economia malaia registrou seguidos superávits na balança comercial⁷⁵. A manutenção destes superávits expõe dois aspectos da economia malaia que permitem relativizar a vulnerabilidade representada pela ocorrência do déficit em conta corrente. O primeiro diz respeito à menor vulnerabilidade externa representada pela condição de superávit comercial – déficit em conta corrente. Como o superávit comercial indica a capacidade do país de gerar divisas de forma autônoma, aquela condição é vista como um problema de ordem meramente financeira, ao contrário da outra condição, de déficit comercial combinado com déficit na balança de transações correntes, que é visto como um problema estrutural. Assim, a primeira condição projeta um risco menor em termos de formação de expectativas por parte dos investidores externos, impactando positivamente (ou menos negativamente) o investimento externo, e, conseqüentemente, o crescimento econômico.

O segundo aspecto se refere ao fato de que as exportações oferecem, como componentes da demanda agregada, uma contribuição positiva à contabilidade do crescimento econômico. Como as exportações na Malásia cresciam, então, de forma acentuada, e o superávit comercial era a regra, o crescimento econômico não deixou de ser beneficiado.

Isto posto, é plausível considerar que a combinação de estabilidade de preços e vulnerabilidade externa amenizada pelos motivos acima expostos possibilitou a condução de uma política monetária em que uma taxa de juros baixa prevaleceu. A análise da PMCP indica também que, a despeito de uma acentuada expansão do crédito, resultado do elevado volume de entrada de capitais externos, as autoridades monetárias foram hábeis em promover a esterilização da entrada de divisas, sem o recurso a uma política monetária apertada. Assim, não seria incorreto considerar que política monetária foi bem sucedida em manter uma taxa de juros baixa, favorecendo o investimento privado e o crescimento da economia.

Não obstante o êxito de uma política monetária expansiva, com a recorrência da apreciação cambial, em 1994, um elevado déficit na balança de transações correntes voltou a demandar a entrada de capitais de curto prazo, agravando a vulnerabilidade externa da

⁷⁵ O único déficit comercial, equivalente a apenas 0,12% do PIB, foi registrado em 1995.

economia. Diante disso, e frente à fuga de capitais da Tailândia, em maio de 1997, um “efeito-contágio” atingiu a economia malaia, provocando uma inversão nos fluxos de capitais. O resultado foi desvalorização cambial, queda drástica do investimento e retração da atividade econômica.

Como resultado da Crise Asiática, a PMCP sofreria uma nova inflexão. Um regime de câmbio fixo foi instituído, contemplando uma forte desvalorização cambial. De forma a amenizar os efeitos da crise, mecanismos de controle de saída de capitais foram adotados, acarretando uma revisão nas regras que envolviam a mobilidade de capitais externos na economia malaia.

O objetivo da instituição do controle de capitais foi impedir a saída abrupta de capitais, prevenindo uma desvalorização cambial descontrolada. Isto feito, evitou-se a propagação dos efeitos de uma eventual quebra dos setores endividados em moeda estrangeira e também a necessidade da adoção de uma política de juros altos. Com a instituição do controle, buscou-se recuperar a autonomia na condução das políticas cambial e monetária, autonomia esta abalada com a instituição do regime de câmbio flutuante e da abertura financeira.

A introdução do mecanismo de controle cambial e do regime de câmbio fixo também permitiria à Malásia enfrentar a crise com uma política monetária muito menos restritiva do que a praticada nos países vizinhos (RODRIK; KAPLAN, 2001). Com o uso do controle cambial, o país conseguiu preservar a autonomia da política monetária, mantendo taxas de juros no patamar de um dígito. Isso possibilitaria à Malásia amenizar os efeitos da crise, garantindo uma recuperação do crescimento mais rápida do que a verificada nos países vizinhos. Rodrik e Kaplan (2001) concordam que a estratégia malaia de combate à crise permitiu salvaguardar a autonomia da política monetária e garantir uma recuperação mais rápida do que a política traçada pelo FMI poderia propiciar.

Por fim, reconheça-se o papel estratégico desempenhado pela política fiscal. Diante da retração do investimento privado, o gasto público avançaria, com destaque para o crescimento do investimento público. A exemplo do Vietnã, a Malásia também conduziria sua política fiscal de modo a permitir esta expansão. Frente à necessidade de se compensar a queda do investimento privado, não houve ortodoxia que barrasse o aumento do gasto público, mesmo à custa da geração de um elevado déficit fiscal. A estratégia da política fiscal se delineou de forma clara: impedir a queda do investimento total, de modo a não prejudicar o crescimento econômico. Após a Crise Asiática, os gastos públicos, como proporção do PIB, se elevaram

em cerca de 1/3, passando a compor 15% da taxa de formação bruta de capital fixo. Assim, é inegável a contribuição da política fiscal à promoção do crescimento econômico.

Em resumo, a despeito dos condicionamentos colocados pelo modelo liberalizante, a PMCP foi conduzida, regra geral, tendo em vista, primordialmente, à promoção do crescimento econômico. A análise da PMCP indica que, nas ocasiões em que a conjuntura conspirou contra essa premissa, a PMCP foi continuamente ajustada de modo a seguir priorizando o crescimento econômico. Mudanças de regime cambial, introdução de mecanismos de controle de capitais, política monetária expansiva, investimento público favorecendo diretamente a expansão do investimento privado, tudo isso serviu para que o crescimento econômico não deixasse de ser o principal objetivo da PMCP.

5.2.3 Determinantes do PIB e taxas de crescimento econômico durante a vigência dos modelos intervencionista e liberal.

As tabelas a seguir apresentam, respectivamente, a evolução dos determinantes do PIB malaio, no período 1992-2000, e as taxas médias de crescimento econômico durante a vigência dos dois modelos analisados. A exemplo do Vietnã, o objetivo é ressaltar o papel do investimento e das exportações diante do processo de crescimento e a trajetória do PIB em cada um dos modelos. Por uma questão de disponibilidade de dados, a evolução dos determinantes do PIB só é apresentada para o período 1992-2000.

Tabela 56. Determinantes do PIB – Taxas médias de crescimento e participação no PIB, 1992-2000.

	Taxa média 1992-97	Taxa média 1998-2000	Participação (%) no PIB em 1992	Participação (%) no PIB em 2000
PIB	9,2	2,3	100	100
Investimento	15,7	-3,8	35,8	24,5
Consumo	7,1	2	63	58,5
Exportação	12,1	15,1	82,2	108,7
Importação	12	13,6	81	90,7

Fonte: FMI, 1998, 1999, 2001

Tabela 57. Modelo intervencionista e modelo liberal: taxas de crescimento, 1981-2000

	Modelo intervencionista 1981-1983	Modelo intervencionista 1984-86	Modelo liberal 1987-1997	Modelo liberal 1998-2006
PIB (variação média anual (em %))	6,1	2,5	8,9	3,8

Fonte: FMI, 1998, 1999, 2001, 2003, 2007

A **Tabela 56** indica que, tal qual ocorreu no Vietnã, as taxas de crescimento econômico do PIB malaio foram fortemente influenciadas pelo desempenho das exportações. Em função da elevada participação das exportações no PIB – de 82,2%, em 1992 – este determinante se constituiu no principal responsável pelo crescimento do PIB. Graças ao desenvolvimento da indústria de semicondutores, as exportações da Malásia apresentaram um crescimento excepcional, se constituindo, a partir de 1995, no principal determinante para o crescimento do PIB.

A **Tabela 57** registra os baixos índices de crescimento do PIB ao final do modelo intervencionista. A tabela também mostra que, durante a primeira fase de vigência do modelo liberal, as taxas de crescimento do PIB se elevaram de forma expressiva. O desempenho das exportações foi o principal fator determinante do acelerado ritmo de crescimento verificado na primeira fase. Porém, dado o impacto da Crise Asiática, reduzindo fortemente o comércio no âmbito dos países da *ASEAN*, as exportações sofreram um freio, prejudicando o crescimento do PIB. Na segunda fase, apesar da mudança da política cambial, o ritmo de expansão das exportações não foi o mesmo que o do período anterior. Um mercado externo menos favorável restringiria a demanda por exportações, afetando o ritmo de expansão do PIB.

A despeito da mudança na política cambial, o crescimento da economia não voltaria a alcançar as mesmas taxas do período pré-crise. O que sugere que a estratégia de crescimento liderado pelas exportações, a despeito da correção de rumo da PMCP, ainda ficou muito dependente das oscilações do mercado externo.

5.3 A COMPATIBILIDADE DA PMCP E OS MODELOS DE DESENVOLVIMENTO DO BRASIL

5.3.1 O modelo intervencionista e a PMCP do Brasil

Até o início da década de 1980, a condução da política macroeconômica do Brasil esteve condicionada por um modelo de desenvolvimento fortemente intervencionista. Em decorrência da deterioração das contas externas do país, no início desta mesma década, o governo brasileiro abandonou esse modelo, passando paulatinamente a adotar medidas que, a despeito de não comporem uma política deliberadamente formulada, viriam a configurar a estruturação de um novo modelo de desenvolvimento. Em função disso, e, principalmente, em função de um processo inflacionário que se mostrava crônico, a PMCP experimentou um percurso no qual a estabilidade de preços seria a meta principal.

Até então a PMCP apresentava, basicamente, a seguinte configuração: a política cambial, através de um regime do tipo *crawling peg*, mantinha uma taxa de câmbio levemente valorizada; a política fiscal era francamente expansionista, respaldando uma forte atuação das empresas estatais; e a política monetária era expansiva, favorecendo o investimento. Essa PMCP incentivou de forma incisiva o processo de substituição de importações, com impacto largamente positivo sobre o crescimento do PIB.

A partir do início da década de 1980, a deterioração das contas externas viria a inviabilizar a manutenção do modelo intervencionista. Diante dos obstáculos com que se defrontou o modelo, e do processo inflacionário que se instalou, a condução da PMCP nas duas décadas seguintes seria várias vezes alterada.

A exemplo do que ocorreu na Malásia, a PMCP que vigorou no período final do modelo intervencionista, foi fortemente impactada pelo colapso do modelo de substituição de importações. A alta das taxas de juros internacionais, combinada com um elevado nível de endividamento externo, acarretou um estrangulamento nas contas externas do país, inviabilizando a continuidade do modelo em vigor. Como aponta Medeiros e Serrano (2001, p. 20), “a partir da crise da dívida os mecanismos macroeconômicos que historicamente responderam pelo alto dinamismo da economia brasileira foram desarticulados”.

Frente à deterioração das contas externas⁷⁶, o regime de câmbio administrado se mostrou inapropriado. Uma vez que a necessidade de ajuste externo demandava uma rápida e acentuada desvalorização cambial, o regime cambial de mini-desvalorizações ficou superado. Como a conseqüência disso foi a adoção de uma maxi-desvalorização cambial de 30%, em 1980 e em 1983, o efeito-custo decorrente dessas medidas sugeriria a adoção de uma política monetária fortemente restritiva. Não obstante essa premissa, a política monetária continuou contemplando taxas de juros reais reduzidas, o que permitiria a transmissão dos efeitos inflacionários do pacote cambial.

De resto, a política fiscal, comprometida com o andamento de projetos que tiveram início durante a fase de “marcha forçada”, manteve uma orientação expansionista, dificultando o ajuste interno. Devido a isso, com a alta da taxa de juros internacional e a estatização da dívida externa, o financiamento do setor público foi diretamente atingido, restringindo o alcance da política fiscal.

Afetada pelo impacto da crise sobre o modelo intervencionista brasileiro, e abalada pelo agudo processo inflacionário que se instalaria, a PMCP seria drasticamente alterada. Como reflexo da crise, a PMCP sacrificaria o objetivo de perseguir o crescimento econômico e se voltaria para conquistar a estabilidade de preços. Ao longo do período que se seguiu ao início da crise, e que se estende até o Plano Real, seis planos de estabilização foram tentados, com o uso de variadas combinações de PMCP.

A análise da PMCP que acompanhou o período de ocaso do modelo intervencionista indica que a crise externa, no primeiro momento, e o processo inflacionário, no período seguinte, foram os principais condicionantes da PMCP. Tendo em conta os pressupostos do modelo de Kaldor, a interpretação da crise brasileira sugere que, estando o investimento público em ritmo de crescimento acima da taxa de crescimento das exportações, uma crise fiscal se tornaria inevitável. A análise revela que, enquanto a economia brasileira foi capaz de obter financiamento externo para fazer face ao menor avanço relativo das exportações, o modelo intervencionista, e a PMCP que o acompanhava, pôde se sustentar. No entanto, na medida em que a crise externa fez cessar a disponibilidade de crédito externo, o modelo ruiu e a PMCP teve que se equilibrar entre o objetivo de recuperar as contas externas e o de promover a estabilidade de preços.

⁷⁶ O serviço da dívida dobrou entre 1979 e 1981 (Medeiros e Serrano, 2001)

5.3.2 O modelo liberal e a PMCP do Brasil

À medida que a economia brasileira se encaminhava para a regularização do seu passivo externo, a partir de 1992, aumentava consideravelmente a participação de capitais estrangeiros no mercado financeiro local. Com a adesão do Brasil ao Plano Brady, a disponibilidade de capitais estrangeiros para o país aumentou consideravelmente. Frente a esse novo contexto, o fluxo líquido de entrada de capitais se tornou fortemente positivo, concorrendo para que um programa de estabilização baseado no uso de uma âncora cambial fosse lançado. Estas novas condições, juntamente com a abertura comercial, mudaram o padrão de financiamento da economia brasileira e configuraram a emergência de um novo modelo de desenvolvimento econômico.

Em linha com este modelo, um novo padrão de PMCP foi estabelecido. Com o lançamento do Plano Real, o regime de âncora cambial foi instituído, se tornando o principal sustentáculo do novo plano e a principal orientação da PMCP. A idéia era que um regime de âncora cambial poderia vencer o processo inflacionário crônico, desde que não colocasse em risco o equilíbrio da balança de pagamentos. Acreditava-se que a adesão às recomendações do Consenso de Washington faria fluir capitais estrangeiros para o país, garantindo estabilidade cambial e equilíbrio no balanço de pagamentos. Adicionalmente, a política monetária (juros altos) poderia atrair capital externo de curto prazo e assim financiar eventuais déficits na balança de transações correntes.

A evolução dos fatos encarregou-se de mostrar que essa dinâmica só se sustentaria frente a um ambiente externo de franco otimismo. Entretanto, a crescente deterioração da balança de transações correntes e o efeito-contágio proveniente das crises cambiais da Ásia e da Rússia não dariam espaço à continuidade do financiamento do balanço de pagamentos via superávit na conta de capital, como as autoridades monetárias esperavam. A volatilidade do capital estrangeiro não ofereceu sustentação sólida a essa dinâmica. O resultado da crescente perda de confiança dos investidores externos na capacidade do país de gerar um fluxo positivo de divisas, e as sucessivas crises cambiais que antecederam a deterioração das contas externas brasileiras, seria uma rápida saída dos capitais de curto prazo do país. A fuga de capitais estrangeiros acarretou uma acentuada perda de reservas e, em conseqüência, a inviabilidade do regime de âncora cambial.

Apesar de ter contribuído para a superação do processo inflacionário, o manejo da política de âncora cambial não parece ter favorecido o crescimento econômico. Desde a instituição deste regime, devido à forte apreciação cambial, as exportações passaram a crescer

muito lentamente, as importações dispararam, e em consequência disso, o ritmo de crescimento econômico se manteve em patamares muito baixos. Assim, não obstante o êxito no combate a inflação, o regime mostrou-se pouco eficaz em termos de crescimento do produto.

Frente à instituição de um programa de estabilização baseado em um regime de âncora cambial, a política monetária teve um papel crucial. Uma vez que o regime cambial contava, basicamente, com a entrada de capitais externos de forma a garantir a sua sustentação, na ausência de uma política de estímulo às exportações, a opção inevitável foi a adoção de uma política monetária que amparava uma taxa de juros muito alta. A consequência dessa estratégia seria, de um lado, a sustentação do regime cambial, e, de outro lado, um enorme desestímulo ao consumo interno, as exportações e ao investimento privado. O resultado deste quadro foi um baixo nível de atividade econômica, uma redução no ritmo de crescimento das exportações e um baixo ritmo de crescimento econômico.

No que diz respeito à condução da política fiscal, dois aspectos, em particular merecem registro. Em primeiro lugar, o governo manteve o investimento público em um patamar muito baixo durante todo o período de estabilização. É fato que um baixíssimo nível de investimento público contribuiu para a deterioração da infra-estrutura pública, desestimulando o investimento privado. Nesta perspectiva, a política fiscal em pouco favoreceu o crescimento da economia.

Em segundo lugar, a política monetária, ao impor a prática de uma elevada taxa de juros, por um prolongado período, elevou substancialmente o endividamento público, colocando em risco a sustentabilidade da dívida pública. Esse círculo vicioso que associava alto endividamento – alta taxa de juros – mais alto endividamento contribuiu para a deterioração das expectativas dos investidores, desestimulando o investimento.

Devido à crise cambial de 1999, a PMCP sofreu uma nova mudança. A fuga de capitais, com a consequente redução drástica no nível de reservas internacionais, determinou o fim do regime de âncora cambial, impondo uma profunda reformulação da PMCP. A mudança de padrão na condução da PMCP contemplou uma estratégia que reunia como arcabouço institucional um regime de câmbio flutuante, uma política monetária orientada pelo sistema de metas de inflação e uma política fiscal de geração de superávits fiscais.

Apesar da acentuada desvalorização cambial ocorrida nos primeiros anos que se seguiram a crise cambial, as exportações não reagiram de imediato. A recessão que atingiu as economias industrializadas, em 2001, dificultou o desempenho das exportações, adiando por mais dois anos a recuperação das contas externas

A partir de 2003, com a melhora do cenário internacional, as exportações começaram a se expandir. Apesar de uma persistente apreciação cambial, uma forte expansão da demanda externa favoreceu a elevação dos preços das *commodities* exportadas pelo país. Graças a isso, ampliou-se o saldo comercial externo, neutralizando-se, assim, um crescente déficit na balança de serviços. Como a condução da PMCP manteve uma política monetária fortemente restritiva, a qual, por sua vez, voltou a atrair um considerável fluxo de capitais de curto prazo, o elevado saldo da conta de capitais permitiu ao país acumular um grande volume de reservas internacionais.

Apesar da manutenção de uma política de juros altos, o PIB passou a crescer mais rapidamente a partir de 2004. Com o crescimento da demanda externa, resultado da recuperação da economia norte-americana e do crescimento da China, as exportações voltaram a se expandir rapidamente, com forte impacto sobre o PIB. Ainda que o *quantum* exportado não tivesse avançado substancialmente, as exportações dobrariam, por conta do efeito preço, no período 2002-2006. Portanto, a análise da PMCP deste último período sugere que, antes do que os efeitos da PMCP, o aquecimento do mercado externo explica esta reação do PIB brasileiro.

5.3.3 Determinantes do PIB e taxas de crescimento econômico durante a vigência dos modelos intervencionista e liberal.

Assim como se procedeu na análise dos casos do Vietnã e da Malásia, esta seção também apresenta dados que expõem, respectivamente, a evolução dos determinantes do PIB do país, no período 1992-2006, e as taxas médias de crescimento econômico durante a vigência dos modelos analisados. O objetivo, mais uma vez, é ressaltar o papel do investimento e das exportações diante do processo de crescimento da economia e a trajetória do PIB em cada um dos modelos. A evolução dos determinantes do PIB é apresentada para o período 1992-2006.

Tabela 58. Determinantes do PIB – Taxas médias de crescimento e participação no PIB, 1992-2006

	Taxa média 1992-98	Taxa média 1999-2000	Participação (%) no PIB em 1992	Participação (%) no PIB em 2006
PIB	2,9	2,7	100	100
Investimento	4,1	1	18	16,1
Consumo	2,7	2,6	78,5	80,3
Exportação	7	11,7	8,2	12,5
Importação	7,6	9,8	4,7	8,9

Fonte: FMI, Elaboração própria a partir de dados do Ipeadata, 2009

Tabela 59. Modelo intervencionista e modelo liberal: taxas de crescimento, 1981-2006

	Modelo intervencionista 1981-1986	Modelo intervencionista 1987-89	Modelo liberal 1990-1998	Modelo liberal 1999-06
PIB (variação média anual (em %))	1,7	2,2	1,5	2,7

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Ipeadata, 2009

A análise da **Tabela 58** revela que as exportações apresentaram o maior crescimento relativo entre os determinantes do PIB. Entretanto, devido à reduzida participação relativa das exportações na economia – em 1992 as exportações correspondiam a apenas 8,2% do PIB – este desempenho teve impacto relativamente pequeno no nível de atividade econômica, não se constituindo em fator decisivo na evolução do PIB.

A **Tabela 58** também revela que o investimento foi o determinante que apresentou o pior desempenho em termos de crescimento. O resultado pífio pode ser atribuído, em boa medida, as políticas monetária e fiscal do período. Enquanto a primeira, desde 1991, foi conduzida de forma extremamente restritiva, priorizando a política de combate a inflação, a condução da segunda preteriu a expansão do investimento público, favorecendo o aumento do gasto corrente. Assim, ao contrário de Vietnã e Malásia, o investimento no Brasil foi um componente que se ampliou a uma taxa menor do que a do crescimento do PIB, não se constituindo, portanto, em um fator acelerador do ritmo de crescimento econômico.

Por fim, a **Tabela 59** indica que o novo modelo econômico, apesar de ter acarretado profundas alterações na condução da PMCP, não implicou impactos substantivos nas taxas de

crescimento do PIB. Isso sugere que a PMCP não favoreceu a reversão do quadro de baixo crescimento econômico que predominou no período 1981-2003. Mesmo com a mudança da PMCP, em 1999, o padrão continuou sendo o baixo crescimento econômico. A prioridade no combate a inflação condicionou continuamente a condução da PMCP, implicando na subordinação das políticas cambial, monetária e fiscal a este objetivo. Com a adoção do regime de metas de inflação, a política monetária continuou muito restritiva, o que continuou impactando negativamente o investimento privado. A adoção de um regime de superávit fiscal, por sua vez, manteve o investimento público em um patamar muito baixo, contribuindo para manter um reduzido ritmo de expansão do PIB. Deste modo, a combinação de uma política de juros altos e de uma política fiscal que preteriu o investimento público em favor do gasto corrente representou um desincentivo para o crescimento do investimento, impactando negativamente o crescimento do PIB.

6 CONCLUSÕES

A análise das PMCP do Vietnã, Malásia e Brasil indica, claramente, que durante a vigência do modelo liberal, Vietnã e Malásia orientaram a condução da PMCP para impulsionar o crescimento econômico e o Brasil direcionou a condução da PMCP para fortalecer o combate a inflação. Enquanto a condução da PMCP do Brasil se pautou pela estrita observância das premissas colocadas pelo Consenso de Washington, Vietnã e Malásia conseguiram privilegiar estratégias que estimularam o investimento e as exportações. As seções que se seguem apontam as principais lições extraídas das PMCP adotadas por cada um dos países.

-Lições da PMCP do Vietnã.

Três aspectos se revelam de especial importância na análise da PMCP vietnamita. O primeiro se refere à relação entre a condução da PMCP e o modelo de crescimento adotado. O exemplo do Vietnã deixa claro que a condução da PMCP depende, em boa medida, do modelo de desenvolvimento que o país adota. Assim, no caso da PMCP do Vietnã, a introdução de um modelo de desenvolvimento que contemplou abertura comercial e financeira, resultou em uma PMCP que permitiria uma acentuada apreciação cambial e, por consequência, uma deterioração nas contas externas do país. A abertura financeira, ao restringir a autonomia da política cambial, dificultaria o gerenciamento da taxa de câmbio, comprometendo o equilíbrio do balanço de pagamentos.

Portanto, o caso do Vietnã indica que a autonomia da PMCP está vinculada, em primeiro lugar, ao grau de controle da abertura financeira do país. A facilidade com que fluxos de capitais estrangeiros podem entrar e sair do país fornece uma medida da autonomia da PMCP. Uma abertura financeira irrestrita se constitui em empecilho para a administração da taxa de câmbio, bem como em dificuldade para o gerenciamento da taxa de juros. Quanto mais permissiva a entrada de capitais, menor o grau de autonomia da PMCP. Assim é que a análise da PMCP revela que a menor dependência com relação ao capital estrangeiro de curto prazo colocou o país em uma condição de menor vulnerabilidade frente à crise externa. Como o Vietnã foi favorecido por um grande fluxo de transferências unilaterais, o financiamento do déficit comercial não dependeu da entrada de capitais de curto prazo. Dado o alto volume e a baixa volatilidade das transferências unilaterais, o financiamento do balanço de pagamentos

não implicou no aumento da vulnerabilidade externa do país. Diante da crise cambial, o Vietnã sofreu efeitos menos graves do que os países vizinhos. A fuga de capitais foi menor, a desvalorização cambial foi menos acentuada, não houve recessão econômica e a economia conseguiu recuperar o mesmo dinamismo econômico exibido antes da crise. O exemplo do Vietnã faz crer que a maior autonomia da PMCP, resultado de uma menor dependência da economia em relação à capitais externos, pode propiciar maior proteção frente aos efeitos de uma eventual crise externa.

O segundo aspecto a considerar, que também diz respeito à autonomia da PMCP, se refere à condução das políticas monetária e cambial. A rápida diminuição da taxa de juros, que após um ano da reversão do processo inflacionário já se encontrava em patamares bastante reduzidos, aponta os ganhos decorrentes da preservação da autonomia. Graças à maior autonomia da PMCP, a condução da política monetária foi rapidamente flexibilizada, não afetando negativamente as decisões de investimento privado. Devido à manutenção da taxa de juros em níveis equivalentes aos praticados nos países vizinhos, o que ocorreu a partir de 1994, o investimento privado foi fortemente incentivado. Com este aumento, a demanda agregada foi fortemente estimulada, com desdobramentos favoráveis em termos de crescimento do PIB.

Do lado da política cambial, uma apreciação da taxa de câmbio apenas moderada indica os benefícios decorrentes da manutenção de um maior grau de liberdade no manejo desta política. Por conta da relativa autonomia da política cambial, autonomia essa gerada por uma menor dependência da economia em relação ao capital estrangeiro de curto prazo, foi possível se evitar uma excessiva apreciação da taxa de câmbio. A análise da PMCP revela que, diante de uma valorização menos acentuada da taxa de câmbio, as exportações foram menos penalizadas, acarretando redução da vulnerabilidade externa e maior crescimento econômico

Por fim, o terceiro aspecto se refere ao papel da política fiscal. A análise da PMCP indica que a adoção da abertura comercial e financeira foi acompanhada de uma política governamental destinada ao fortalecimento de setores exportadores. Juntamente com a liberalização comercial e financeira, a política fiscal estaria direcionada à promoção de investimentos em setores que pudessem gerar receitas cambiais, como a indústria petrolífera e o setor de calçados e confecções. O objetivo era apoiar o desenvolvimento desses setores e assim garantir a expansão das exportações e o crescimento do PIB. Assim é que, a despeito de uma política fiscal que contemplou uma forte redução do déficit fiscal, o investimento público aumentou consideravelmente, com ênfase no incentivo à indústria de exportação.

A análise da PMCP também deixa claro o papel estratégico da política fiscal. À medida que o incentivo representado pelo investimento público aumentou a competitividade dos setores exportadores, a receita líquida da balança de transações correntes se expandiu, reduzindo a dependência do país com relação à entrada de capitais estrangeiros. Com isso, se ampliou o grau de autonomia da PMCP, possibilitando ao país melhorar a administração da taxa de câmbio e o gerenciamento da taxa de juros.

Portanto, a análise indica que a política fiscal contribuiu para o crescimento econômico de duas maneiras: através do aumento do investimento público, impactando diretamente o produto, e através de uma via indireta, por intermédio do aumento das exportações, que, ao diminuir a dependência do país em relação à captação de capitais externos, propiciou a redução das taxas de juros, impulsionando a demanda agregada e, por tabela, o investimento público.

- Lições da PMCP da Malásia

No primeiro capítulo, ao introduzirmos o modelo de crescimento de Kaldor, vimos que, caso a taxa de crescimento das exportações se mantenha abaixo da taxa de expansão dos gastos do governo, o produto crescerá a uma taxa menor do que a taxa de crescimento dos gastos governamentais. Neste caso, considerando constante a razão entre a receita governamental e o PIB, o governo acumulará crescentes déficits fiscais. Alternativamente, caso a taxa de expansão das exportações supere a taxa de crescimento dos gastos do governo, o produto crescerá a uma taxa maior do que a taxa de expansão dos gastos governamentais. Neste caso, o governo acumulará superávits comerciais, deslançando um círculo virtuoso. Portanto, é recomendável que a política cambial tenha prioridade na definição da PMCP. A definição de um dado nível para a taxa de câmbio afeta diretamente a competitividade das exportações, promovendo uma inserção internacional superavitária do país, favorecendo o crescimento da economia.

A análise da PMCP da Malásia, desde a crise do modelo intervencionista, sugere que, enquanto a condução da PMCP pôde se aproximar dessa recomendação, as exportações foram aumentadas, fazendo com que o produto se expandisse rapidamente. No período em que a taxa de câmbio foi mantida desvalorizada, o resultado foi forte crescimento das exportações e rápido crescimento econômico. Quando a variação da taxa de câmbio foi desfavorável, o

desfecho foi crise cambial e queda do PIB. As crises de 1985 e 1997 ilustram essa última afirmação. A fase de rápido crescimento econômico (1987-1994) ilustra a primeira⁷⁷.

Assim, a análise da PMCP da Malásia reitera a relevância dos aspectos abordados quando do estudo do caso do Vietnã. Em primeiro lugar, reforça a noção de que a PMCP é fortemente condicionada pelo modelo de desenvolvimento no qual ela se insere. O exemplo da Malásia também indica que esse condicionamento acarreta um padrão de condução da PMCP. Ou seja, o modelo de desenvolvimento implica condicionalidades que a PMCP não consegue evitar. A análise do caso da Malásia revela que há subordinação da PMCP aos desígnios do modelo de desenvolvimento do qual ela deriva. Assim, a mesma dinâmica apontada para o caso vietnamita se aplica ao caso da Malásia. A abertura comercial e financeira acarretou uma forte entrada de capitais estrangeiros, prejudicando diretamente a condução da política cambial. Enquanto a estratégia de crescimento baseada na demanda por exportações recomendaria a condução de uma PMCP voltada à desvalorização cambial, a dinâmica do modelo liberal pressionava a taxa de câmbio no sentido inverso.

A segunda lição, que também confirma o aprendizado extraído do exemplo vietnamita, diz respeito à relação entre o controle da conta de capitais – ou seja, a abertura financeira - e o grau de autonomia da política monetária. Na medida em que a abertura financeira se aprofundou, se reduziu a autonomia desta política. O uso de uma política monetária mais apertada, em 1990-91, como recurso para combater a inflação, teve por consequência um aumento no fluxo de entrada de capitais de curto prazo - o qual, por sua vez, resultou em valorização cambial. Com esta, houve desaceleração no ritmo de crescimento das exportações, o que acarretou déficit na balança de transações correntes. Somente a partir do uso de mecanismos de controle de capitais, em 1994, a autonomia da PMCP foi restabelecida. Com a restrição à entrada de capitais de curto prazo, a política monetária pôde ser acionada, sem risco de aumento nos fluxos e de maior apreciação cambial.

Assim, o caso da Malásia revela que, à medida que controles de capitais foram instituídos, ampliou-se a capacidade da PMCP de influenciar as principais variáveis macroeconômicas, como a taxa de câmbio e a taxa de juros. Com a introdução dos mecanismos de controle de capitais, atenuou-se a subordinação das políticas cambial e monetária aos movimentos do capital estrangeiro, possibilitando à PMCP recuperar, ao menos parcialmente (e temporariamente, já que os controles foram retirados), a autonomia na condução dessas duas políticas.

⁷⁷ Note-se que as exportações cresceram até 1994, ou seja, somente até dois anos após o início do processo de valorização cambial.

A análise dessa situação específica da política monetária malaia reforça, pelo inverso, o que já foi apontado pelo exemplo da política monetária do Vietnã com relação à autonomia. Enquanto o exemplo do Vietnã apontava para o fato de que a autonomia possibilitava a condução de uma política monetária sem amarras, o caso da política monetária da Malásia indica que a abertura financeira, ao propiciar a apreciação cambial, implicava na dificuldade de se conduzir autonomamente essa política.

Por fim, a análise da política fiscal da Malásia aponta na mesma direção da análise da política fiscal vietnamita. Na Malásia, enquanto o gasto público correntes foi contido ao nível das receitas públicas, as despesas de capital e os gastos com educação se elevaram consideravelmente. A estratégia da política fiscal foi impulsionar o investimento público, principalmente nos setores de infra-estrutura, como transporte e energia. Dada a importância do investimento em educação no desenvolvimento dos setores exportadores malaios – principalmente sobre a indústria de semicondutores -, fica evidente o impacto do investimento público sobre as exportações do país. Assim, a aparente austeridade da política fiscal não pode ser confundida com redução da intervenção do Estado na economia. Ainda que o Estado não mais esteja participando diretamente do processo produtivo, os investimentos estatais não deixaram de privilegiar as áreas consideradas estratégicas pelo governo.

- Lições da PMCP do Brasil

A instituição do Plano Real marcou a plena vigência do modelo liberal no Brasil. A partir da implantação deste, podem se distinguir duas fases na condução da PMCP. Na primeira, o objetivo principal foi a estabilidade de preços. A estratégia para isso foi a manutenção de um regime de âncora cambial. Na segunda, a estabilidade de preços continuou sendo a prioridade na condução na PMCP, porém um regime de câmbio flutuante foi o instrumento principal para garantir a estabilidade macroeconômica. Observadas as duas fases, percebe-se como traço comum a aplicação de uma política de juros altos, provavelmente o maior empecilho para o crescimento da economia brasileira nesses dois períodos.

Comparativamente à política monetária do Vietnã e da Malásia, a política monetária brasileira foi a que maior restrição colocou ao crescimento econômico, por mais longo tempo. Enquanto aqueles dois países aplicaram taxas de juros reais abaixo do patamar de dois dígitos durante quase todo o período aqui analisado, a taxa de juros real no Brasil esteve entre as mais elevadas do mundo. Vietnã e Malásia experimentaram um acelerado ritmo de crescimento econômico, enquanto a economia brasileira registrou uma taxa de crescimento muito modesta.

A análise da PMCP brasileira indica que a política de juros altos implicou dois efeitos negativos sobre o crescimento econômico: inibiu o investimento e obstou as exportações líquidas. A consequência foi uma baixa taxa de expansão da demanda agregada, com uma modesta taxa de crescimento do PIB. A manutenção de taxas de juros reais acima do patamar de 10% ao ano, por mais de uma década, certamente teve um impacto decisivo sobre o investimento, reduzindo o crescimento do PIB brasileiro.

Além disso, diferentemente da Malásia e do Vietnã, não houve, no caso brasileiro, políticas voltadas ao fortalecimento do setor exportador. A abertura financeira, ao promover a entrada de capitais externos e permitir a apreciação cambial, penalizou diretamente os setores exportadores. Diante de um contexto em que não havia contrapartida para a perda de competitividade derivada da apreciação cambial, a deterioração das contas externas foi inevitável. Dado o crescente déficit na balança de transações correntes, a aplicação de uma política de juros altos foi a estratégia que restou para se evitar o descontrole cambial.

É também digna de nota a diferença do papel da política fiscal nos três países. Enquanto no Brasil a política fiscal, até a crise cambial (1999), contemplava déficits nominais importantes, principalmente por conta do serviço da dívida pública, no Vietnã e na Malásia os déficits nominais, além de menores como proporção do PIB, também estiveram mais concentrados em despesas de capital e educação. A análise das três economias revela que, no caso do Vietnã e da Malásia, o investimento público, mesmo sob o bastão de uma política fiscal austera, se constituiu em um dos principais fatores responsáveis pela expansão da demanda agregada. Ainda que as despesas governamentais, nesses dois países, tenham sido contidas, os investimentos em infra-estrutura, no caso da Malásia, e no fortalecimento dos setores exportadores, no caso do Vietnã, se constituíram em componentes cruciais na expansão da demanda agregada, contribuindo diretamente para o crescimento do PIB. No Brasil, apesar do crescimento das despesas públicas, o investimento público se manteve em nível muito reduzido, ao contrário das despesas correntes, que registraram avanço expressivo. Não houve, como no Vietnã e na Malásia, uma estratégia fiscal de promoção do crescimento.

A diferença entre as PMCP do Brasil e daqueles países pode ser sintetizada na definição do principal objetivo de cada uma das PMCP. Enquanto a PMCP aplicada no Brasil adotou uma orientação que priorizou a estabilidade de preços, seguindo as premissas definidas pelo chamado Consenso de Washington, o Vietnã e a Malásia buscaram conciliar as recomendações do “Consenso” com uma PMCP voltada para o crescimento econômico. No Vietnã, isto foi possível por causa do elevado peso das transferências unilaterais na composição das reservas internacionais. Na Malásia, por causa da cautela na liberalização

financeira, como atesta o uso do mecanismo de controle de capitais. No Brasil, não havia nenhum fator concorrendo para amenizar os efeitos da abertura financeira. A vulnerabilidade externa que acompanha o modelo liberal predominou e atuou, todo o tempo, como inibidora do crescimento econômico. Isto foi reforçado pelo conservadorismo dos sucessivos governos na condução da PMCP, que se traduziu em uma ênfase excessiva na política monetária restritiva.

Por fim, a questão que se coloca é: havia alternativa viável? A resposta parece ser: dada a ampla abertura financeira, não. Em vista da larga liberalização financeira, a política monetária não dispunha mesmo de muito espaço para focar em uma estratégia de crescimento econômico. Portanto, o caminho alternativo seria o apontado pela Malásia: prudência na abertura financeira. E, para isso, o controle de capitais seria o instrumento para se preservar alguma autonomia na condução da PMCP.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABREU, M. P. **The Brazilian Economy, 1980-1994**: Texto para discussão. Rio de Janeiro: PUC, 2004.

AMADEO, E. **Opening, Stabilization and the Development Prospects from Brazil**: Texto para Discussão n. 367. Rio de Janeiro: PUC, 1996.

ARESTIS, P; PAULA, L.F.; FERRARI-FILHO F. A Nova Política Monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 18, n. 1, p. 1-30, abr. 2009.

ARIYOSHI, A. et al. **Country Experience and the Use and Liberalization of Capital Controls**. Washington: FMI, 2000.

BACHA, E. L. Plano Real: uma Avaliação Preliminar. **Revista do BNDES**, v. 2, n. 3, 1995.

_____. Plano Real: Uma Segunda Avaliação. *In: O plano real e outras experiências internacionais de estabilização*. Brasília: IPEA, 1997. p.177-204.

BACHA, E. L. Reflexões Pós-Cepalinas sobre Inflação e Dívida Externa. **Revista de Economia Política**, Rio de Janeiro, v. 3, n. 23, p. 489-496, jul./set. 2003.

BAHRY, T. R.; PORCILE, G. Os ciclos de endividamento da economia brasileira no período 1968-1999. **Revista de Economia Política**, Rio de Janeiro, v.8, n.1, p. 5-32, jan./jun. 2004.

BANCO MUNDIAL (BM). Public Sector Management and Private Sector Incentives. **Economic Report**, n. 13143. 1994.

_____. Economic Report on Industrialization and Industrial Policy. **Economic Report**, n. 14645. 1995(1).

_____. Financial Sector Review: an agenda for Financial Sector Development. **Sector Paper**, n. 13135. 1995(2),

_____. Fiscal Decentralization and the delivery of Rural Services. **Economic Report**, n. 15745. 1996.

_____. **Working paper**, 1980.

_____. **Working paper**, 1989.

_____. **Working paper**, 1989a

BARRO, R. J. **Determinants of Economic Growth**. Cambridge, Mass: MIT Press, 1997.

BATISTA-JUNIOR, P. N. Dolarização, Âncora Cambial e Reservas Internacionais. **Revista de Economia Política**, Rio de Janeiro, v.13, n. 3, jul./set. 1993.

BATISTA-JUNIOR, P. N. O Plano Real à Luz da Experiência Mexicana e Argentina. **Estudos Avançados**. v. 10, n. 28, set./dez. 1996.

BHAGWATTI, J. **Índia in Transition**: freeing the Economy. Oxford: Clarendon Press, 1993.

BRESSER PEREIRA, L. C. O Modelo Harrod Domar e a Substitutibilidade dos Fatores. **Estudos Econômicos**. v. 5, n. 3, p. 5-36. 1975.

_____. O novo modelo brasileiro de desenvolvimento. **Revista Dados** n.11, p. 122-145, 1973.

BRESSER PEREIRA, L. C. **Economia Brasileira**: uma Introdução Crítica. São Paulo: Ed. 34, 1998.

BRESSER PEREIRA, L. C. O Segundo Consenso de Washington e a Quase-Estagnação da Economia Brasileira. **Revista de Economia Política**, Rio de Janeiro, v.3, n. 23, jul./set. 2003.

PEREIRA, L. C. B.; NAKANO, Y. Hiperinflação e estabilização no Brasil: o primeiro Plano Collor. **Revista de Economia Política**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 4, out./dez. 1991.

BONELLI, R.; FONSECA, R. Ganhos de Produtividade e eficiência: novos resultados para a economia brasileira. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 28, n. 2, p. 273-314, ago. 1998.

BOWIE, A. Redistribution with Growth? The Dilemmas of State-sponsored Economic Development in Malaysia. *In*: RAVENHILL, John, (ed.). **Singapore, Indonesia, Malaysia, the Philippines and Thailand**. Aldershot: Edward Elgar Publishing, 1991.

CASTRO, A. B. Novas estratégias industriais: sobrevida ou inflexão? *In*: VELLOSO, João Paulo dos Reis, (coord.). **Como vão o desenvolvimento e a democracia no Brasil**. Rio de Janeiro: J. Olympio, 2001.

_____. Reestruturação Industrial Brasileira. **Revista de Economia Política**, v. 21, n. 3, 1999.

_____. O lado real do Real: o debate e algumas surpresas. *In*: MAGALHÃES, J. P. (org.). **Vinte Anos de Política Econômica**. Rio de Janeiro: Contraponto, 1999.

_____. **Agricultura e Desenvolvimento no Brasil, em 7 ensaios sobre a Economia Brasileira**. Rio de Janeiro: Forense, 1969.

CASTRO, A.B.; SOUZA, F.E.P. **A Economia Brasileira em Marcha Forçada**. Rio de Janeiro: Paz e Terra; 1985.

CASSIOLATO, J.; ANDRADE, M.L.; SZAPIRO, M.H.S. Relatório NPI 07/98: Política Industrial no Brasil. *In*: **Novas Políticas Industriais em Países selecionados**. Rio de Janeiro: IE/UFRJ, 1998.

CHANG, Ha-Joon. **Chutando a escada**. São Paulo: Unesp, 2004.

- COUTINHO, L.G. **Regimes macroeconômicos**. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 2000.
- DIAMOND, J. **Armas, Germes e Aço**. 9. ed. Rio de Janeiro: Record, 2007.
- DOLLAR, D. World Bank. **Policy Research Working Paper**, n.2837. 2002.
- DORNBUSCH, R. O problema da dívida e as opções para sua redução. Rio de Janeiro: **Revista de Economia Política**, Rio de Janeiro, v. 5, n. 1, jan./mar. 1985.
- ELMSLIE, B.; CRISS, A.J. Theories of Convergence and Growth in the Classical Period: The Role of Science, Technology and Trade. **Economica**, v. 66, n. 261, fev. 1999.
- FFORDE, A. **Vietnam**: What needs to be done? [S.I.]:[S.N], 1993.
- FLATTERS, F. **Asian and the Economic Crisis**: Lessons for Vietnam. Hanoi: United Nations Development Program; Funded Research Report, 1998.
- FISCHER, S.; GELB, A. The Process of Socialist Economic Transformation. **Journal of Economic Perspective**, v. 5, n. 4, p. 91-105. 1991.
- FRANCO, G.H.B. A inserção externa e o desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, Rio de Janeiro, v. 18, n. 3, p. 121-147, jul./set. 1998.
- _____. **O Plano Real**. 2. ed. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1998.
- _____. A inserção externa e o desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, Rio de Janeiro, v. 18, n. 3, jul./set. 1998.
- _____. **Auge e declínio do inflacionismo no Brasil**: Textos para discussão 487. Rio de Janeiro: PUC, 2004.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **World Economic Outlook Database**. Washington: FMI, 2009.
- _____. **Vietnam Statistical Appendix**. Washington: FMI, 2007.
- _____. **Vietnam Statistical Appendix**. Washington: FMI, 2006.
- _____. **Vietnam Selected Issues**. Washington: FMI, 2006.
- _____. **Malaysia Capital Control**: macroeconomics and institutions. Washington: FMI, 2006.
- _____. **Malaysia Statistical Appendix**. Washington: FMI, 2005.
- _____. **Vietnam: Poverty reduction strategy**. Washington: FMI, 2006.
- _____. **Malaysia Statistical Appendix**. Washington: FMI, 2004a.
- _____. **Vietnam Statistical Appendix**. Washington: FMI, 2003.

_____. **Vietnam selected issues and Statistical Appendix.** Washington: FMI, 2002.

_____. **Country Report.** Washington: FMI, 2002a.

_____. **Country Report.** Washington: FMI, 2001.

_____. **Vietnam Statistical Appendix and background notes.** Washington: FMI, 2001.

_____. **Country Report.** Washington: FMI, 1999.

_____. **Country Report.** Washington: FMI, 1999a

_____. **Country Report.** Washington: FMI, 1998.

_____. **Country Report.** Washington: FMI, 1998a.

_____. **Country Report.** Washington: FMI, 1998b.

FUKASE, E.; MARIN, W. **A Quantitative Evaluation of Vietnam's Accession to the ASEAN Free Trade Area.** Washington: World Bank, 1999.

FURTADO, C. **Subdesenvolvimento e Estagnação na América Latina.** Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1996.

_____. **Dialética do desenvolvimento.** Rio de Janeiro: Ed. Fundo de Cultura, 1964.

FURUOKA, F. Do Exports Works as Engine of Growth? evidence from Malaysia. **Economics Bulletin**, v. 6, n.37, p. 1-14. 2007.

GERSCHEKRON, A. **Economic Backwardness in Historical Perspective in The Progress of Underdeveloped Areas.** Chicago: University of Chicago Press, 1962.

GERREFFI, G. International Trade and Industrial Upgrading in the Apparel Commodity Chain. **Journal of International Economics**, v.48, n.1, p. 37-70, jul. 1999.

GROSSMAN G.; HELPMAN, E. **Innovation and Growth in the Global Economy.** Cambridge: MA. MIT Press, 1991.

HERMANN, J. O Trade Off do crescimento no Brasil nos anos 1990-2000: análise crítica e alternativas de Política Monetária. **Econômica**, v.6, n. 2, p. 261-289, 2004.

_____. **Liberalização e Crises Financeiras: o Debate Teórico e a Experiência Brasileira.** nos Anos 1990. 2002. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2002.

HIRSCHMAN, C. Economic Progress in Malaysia: How Widely Has it Been Shared? Kuala Lumpur. **UMBC Economic Review**, v.10, n. 2, 1974.

HOANG, N.; KIAO, J. Economic Effect of Globalization in Developing Countries: An Analysis of Vietnam and China. **EDGE Final Paper**, 2002.

- HUNG, N. T. The Inflation in Vietnam in Transition. **Center for Asian Studies**. Discussion Paper n. 22, 1999.
- IPEADATA. Brasília: IPEA, 2009. Disponível em: www.ipeadata.gov.br. Acesso em: 23 jan 2009.
- IRVIN, G. **Vietnam**: Some Macroeconomic dimensions of Doi Moi: Working Paper. Netherlands: Institute of Social Studies, 1994.
- JOMO, K.S. et al. **Vison, Policy and Governace in Malaysia**. Washington: World Bank OPS, 1995.
- JONES, E. L. **Growth Recurring: Economic Change in World History**. Ann Harbor: University of Michigan Press, 1988.
- KALDOR, N. The Role of the of Effective Demand on the Short and Long Run. *In*: BARRERÉ, A. (org.). **The Foundation of Keynesian Analysis**. Londres: Mcmillan Press, 1988.
- KAPLAN, E.; Rodrik, D. **Did the Malaysian Capital Controls Work?** KSG Faculty Working Paper 008. Cambridge: Harvard University, 2001.
- KORNAI, J. **The Socialist System**: The Political Economy of Communism. Oxford: Clarendon Press, 1992.
- KYDLAND, F.; PRESCOTT, E. C. Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. **Journal of Political Economy**, v. 85, n. 3, p. 473-492, 1997.
- KREGEL, J. Was there an alternative to brazilian crisis? **Revista de Economia Política**, Rio de Janeiro, v. 19, n. 3, p. 23-38, 1999.
- KRUGMAN, P. **Analitical Afterthoughts on Asian Crisis**. 1999.
- _____. **Capital Control Freaks**: how Malaysia got away with economic heresy. Disponível em: <https://slate.com/business/1999/09/capital-control-freaks.html>. Acesso em: 23 jan. 2009.
- KURUVILLA, S.C. **Industrialization Strategy and Industrial Relations Policy in Malaysia**. Nova York: Cornell University, 1995.
- LACERDA, A.C. et al. **Economia Brasileira**. São Paulo: Ed. Saraiva, 2000.
- LEONG, H.K. Modernization, Globalization and Public Sector Reforms in Singapore and Malaysia: a Comparative Analysis. *In*: CONFERENCE ON THE ECONOMIC RELATION BETWEEN BRAZIL AND ASIA, 2003, São Paulo. **Anais [...]**. São Paulo: [s.n], 2003.
- LE THANH, N.; XI NGHIEP Q. D.; LAM P. SOEs & Inflation. *In*: VAN DE DOI, M. et al. **Issues on Innovation of Financial-Monetary Policies & Controlling Inflation in Vietnam**. Hanoi, Vietnam: National Politic Press, 1995.

- LEUNG, S.; RIEDEL, J. **The Role of the State in the Vietnam's Economic Transition**. Canberra: The Australian National University, 2008.
- LANDES, D. **Riqueza e a Pobreza das Nações**. 7. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1998.
- LOPES, F.L. **Inflação inercial, hiperinflação e desinflação**: notas e conjecturas. Texto para Discussão 077. Rio de Janeiro: PUC, 1984.
- MADDISON, A. **The World Economy in Millennial Perspective**. Paris: OCDE, 2001.
- MANKIW, N. G. **Macroeconomia**. 6. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2008.
- MASSAD, C. Should IMF Pursue Capital-account Convertibility? **Priceton Essays in International Economics**. n. 27. 1998.
- MAHATHIR, M. **Case Study for a Country under Economic Stress**. 2008.
- MALLON, R.; EIRVIN, G. **Is the Vietnamese Miracle in Trouble?** Working Paper n.253. Netherlands: Institute of Social Studies, 1997.
- MISHKIN, F.S. What Should Central Banks Do? **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, v.82, n. 6, p.1-13. 2000.
- MCCAULEY, R.N. Understanding Monetary Policy in Malaysia and Thailand: Objectives, Instruments and Independence. **Bank of International Settlements Papers**, n.31. 2005.
- MCCARTY, A. **Vietnam**: Stabilisation and Financial Sector Liberalisation. 1994.
- MCCARTY, A; BURKE, P. The Transition from Planning to Market in Vietnam. **Mekong Economics**. 2008.
- MEADE, J.E. **A Neoclassical Theory of Economic Growth**. London: Oxford University Press, 1961.
- MEDEIROS, C.A. Liberalização Comercial e Financeira e seus efeitos sobre Crescimento, Emprego e Distribuição de Renda nos Países Latino-Americanos. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 3, p. 455-483, set/dez. 2005.
- MEDEIROS, C.A.; SERRANO, F. **Inserção Externa, Exportações e Crescimento no Brasil**. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 2001.
- MINELLA, A. et al. **Inflation targeting in Brazil**: constructing credibility under exchange rate volatility. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, 2003.
- MODENESI, A. **Regimes Monetários**. Rio de Janeiro: Ed. Manole, 2005.
- MOREIRA, M. M. **A indústria brasileira nos anos 90**. Rio de Janeiro: BNDES, 1999.
- MOREIRA, M. M.; CORRÊA, P. G. **Abertura Comercial e indústria**: o que se pode esperar e o que se vem obtendo. Texto para Discussão N. 49. Rio de Janeiro: BNDES, 1996.

NGUYEN, Thi Tue Anh et al. **The Impacts of the Foreign Direct Investment on the Economic Growth in Vietnam**. Hanói: CIDA –CIEM, 2006.

OREIRO, J. L.; NAKABASHI, L.; LEMOS, B. **A Economia do Crescimento Puxado pela Demanda Agregada: Teoria e Aplicações ao Caso Brasileiro**. 2006.

ÖTKER, R. **Malaysia's Experience of the Use of Capital Controls**. Washington: FMI, 2000.

PARENTE, S. L.; PRESCOTT, E. C. **Barriers to Riches**. Cambridge, MA: MIT Press, 2000.

PEREIRA, L. C. B.; NAKANO, Y. Hiperinflação e estabilização no Brasil: o primeiro Plano Collor. **Revista de Economia Política**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 4, out./dez. 1991.

PROCHNIK, V. et al. **Painel da Indústria de Calçados**. Brasília: SEBRAE, 2006.

PINHEIRO, A. C. et. al. **O Brasil na Década de 90: uma transição bem sucedida?** Texto para Discussão n. 91. Rio de Janeiro: BNDES, 2001.

RAZIN, A.; SADKA, E. **The Brazilian debt-crisis**. Cambridge, MA: NBER, 2002.

RAHMAN, A.E. Social Transformation, the State and the Middle Classes in Post-Independence Malaysia. **Southeast Asia Studies**. v. 34, n. 3, 1996.

RODRIK, D. **In Search of Prosperity: analitic narratives on economic growth**. Princeton: Princeton University Press, 2003.

ROMER, P.M. Increasing Returns and Long-Run Growth. **Journal of Political Economy**, v. 94, n. 5, p. 1002-1037, out. 1986.

_____. Endogenous Technological Change. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 5, out. 1990.

ROSSI JR., J.L.; FERREIRA, P.C. **Evolução da produtividade industrial brasileira e abertura comercial: Texto para Discussão n. 651**. Rio de Janeiro: IPEA, 1999.

SALLEH, I.M.; MEYANATHAN, S.D. **Malaysia, Growth, Equity and Structural**. Washington: Banco Mundial, 1993.

SCHUMPETER, J. A. **Teoria do desenvolvimento Econômico**. São Paulo: Nova Cultural, 1961.

SIKOR, T. **Conflicting Concepts: Contested Land Relations in North-Western Vietnam**. Thousand Oaks: Sage Publications, 2004.

SHAPIRO, E. **Análise Macroeconômica**. Rio de Janeiro: Ed. Atlas, 1981.

SNOWDON, B.; VANE, H.R. **Modern Macroeconomics**. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2005.

SOLOW, R.M. A Contribution to the Theory of Economic Growth. **The Quarterly Journal of Economics**, v.70, n.1, p. 65-94, fev.1956.

TAVARES, M.C. Auge e declínio do processo de substituição de importações no Brasil. **Boletim Econômico da América Latina**, v.9, n. 1, 1964.

_____. Os Limites do Liberalismo. **Revista Ciência Hoje**, v. 10, n. 55, jun. 1989.

TAYLOR Discretion versus policy rules in practice. **Carnegie Rochester rules Conference Serin on Public Policy**, v.39, n. 1993, p. 195-214, 1993.

THRIWALL, A.P. **A Natureza do Crescimento Econômico**: um referencial alternativo para compreender o desempenho das nações. Brasília: IPEA, 2005.

TRAN HOANG, K. **Economy of Vietnam, Statistical Publishing House**. Hanoi, Vietnam: Statistical Pub. House, 1994.

TYERS R.; REES, L. **Trade Reform and Macroeconomic Reform in Vietnam**. Canberra: The Australian National University, 2002.

UMEZAKI, S. **Monetary and exchange rate policy in Malaysia before the Asian Crisis**. Mihama Ward: Institute of Developing Economies, 2006.

VO DAI, L. **Curbing Inflation and the process of economic renovation in Vietnam**. Hanoi: Social Science Publishing House, 1992.

VO DAI, L. **Vietnam's industrial development policy in the course of renovation**. Hanoi: Social Science Publishing House, 1994.

YUSOFF, M.B., et al. **Globalization, economic policy and equity: the case of Malaysia**. Paris: OECD Development Centre, 2000.

YAMAZAWA, I. **Economic Development and Structural Changes in East Asia: on Overview**. Mihama Ward: Institute of Developing Economies, 2008.

ZYSMAN, J. **Governments, markets and growth**. London: Cornell University Press, 1983.