

A política macroeconômica em uma estratégia social- desenvolvimentista



Macroeconomic policy in a social developmentalist strategy

André Biancarelli <andremb@eco.unicamp.br>

Professor do Instituto de Economia da Unicamp. Campinas, Brasil

Pedro Rossi <pedrorossi@eco.unicamp.br>

Professor do Instituto de Economia da Unicamp. Campinas, Brasil

Recebido 11-ago-14 **Aceito** 19-ago-14

Resumo No debate recente sobre o modelo de crescimento brasileiro, a rigidez do tripé macroeconômico (metas de inflação, meta fiscal primária e regime de câmbio flutuante) foi apontada como responsável pela redução do crescimento econômico brasileiro e como um obstáculo ao seu desenvolvimento. No entanto, ao longo do tempo o regime macro provou ser flexível e foi objeto de alterações na forma de gestão das políticas dentro do mesmo quadro institucional, especialmente após a crise de 2008. Nesse contexto, o presente artigo tem como objetivo discutir a relação entre essa tríade de política macroeconômica e uma estratégia econômica para a economia brasileira com ênfase no desenvolvimento social. A questão de fundo é se a institucionalidade macroeconômica atual, herdada de uma perspectiva (neo)liberal do funcionamento da economia, é compatível com o aprofundamento do desenvolvimento orientado para o social, que depende de um forte papel do Estado, da distribuição de renda e da ampliação da infraestrutura social.

Palavras-chave Social-Desenvolvimentismo, tripé macroeconômico, Estado.

Abstract *In the recent debate on the Brazilian growth model, the accuracy of the economic tripod (inflation targeting, primary fiscal target and floating exchange rate regimes) was pointed out as being responsible for the lowering of Brazilian economic growth and as a hindrance to its development. However, over time the macro regime has proved to be flexible and allowed changes in the form of management of policies, within the same institutional framework, especially after the 2008 crisis. Within this context, the present chapter aims to discuss the relationships between*

these macroeconomic policy fronts and a social oriented development strategy for the Brazilian economy. The background question is if the actual macroeconomic regime, inherited from an orthodox perspective, is compatible with the deepening of a social oriented development, which depends on a strong role of the State, income distribution and expansion of social infrastructure.

Keywords *Social Developmentalism, economic tripod, State.*

Introdução

Desenvolvimento econômico, em qualquer das várias definições possíveis, é um processo de médio e longo prazo. Mais do que isso, trata-se sempre de um conjunto de mudanças estruturais, que não se confunde com as oscilações curtas nas variáveis macroeconômicas que geralmente mais chamam a atenção no noticiário econômico: câmbio, juros, inflação, desemprego, déficit público. Nem mesmo a taxa de crescimento é parâmetro, muito menos sinônimo, de desenvolvimento. Este, do ponto de vista das ações governamentais, se define mais por questões como o papel do Estado na economia, o conjunto de políticas industriais, de regulação, infraestrutura, financiamento, distribuição de renda e demais frentes de ação social, entre muitas outras. Ou seja, é preciso muito mais do que uma gestão macroeconômica (aqui entendida como o manejo das políticas monetária, cambial e fiscal) para caracterizar uma estratégia de desenvolvimento, ainda que existam vários pontos de contato entre as duas dimensões. O governo Lula é exemplo nítido de alterações graduais e importantes na estratégia de desenvolvimento que ocorreram a despeito das visíveis continuidades na gestão do regime macroeconômico.

Recorrendo a uma expressão ao gosto dos economistas, o regime macro não é portanto condição suficiente para o desenvolvimento. Mas parece ser condição necessária, principalmente pelas influências negativas e barreiras que pode impor ao desenrolar de processos definidos pela estratégia mais ampla. Novamente, os processos em curso na economia brasileira ao longo dos últimos anos são exemplo claro destas restrições.

Assim sendo, o presente artigo trata destas relações entre as frentes de política macroeconômica propriamente dita (cambial, monetária e fiscal) e um projeto ideal de desenvolvimento, cujos elementos constitutivos se apresentaram, em parte, ao longo dos últimos mandatos presidenciais, mas cujo conteúdo precisa ser revisitado, aprofundado e complementado. Esta estratégia, aqui denominada de “social-desenvolvimentista”, tem seu componente social contextualizado e resumido na primeira seção¹. Na segunda, apresenta-se um panorama dos constrangimentos (principalmente externos) ao modelo de crescimento brasileiro e à operação da política econômica no contexto atual e os rumos gerais que deveriam orientá-la. A terceira seção se concentra no arcabouço institucional de cada

1 A discussão em torno do social desenvolvimentismo é recente e muito mais ampla do que o espaço aqui permite. Recomenda-se a leitura, a respeito, de Carneiro (2012), Biancarelli (2013), Bastos (2012) e Bielschowsky (2012), embora esse último não faça uso desse termo.

uma destas três frentes de política e avalia sua condução recente no Brasil, à luz das considerações anteriores. Breves conclusões encerram o texto.

Aprofundar e renovar a ênfase social do desenvolvimento brasileiro

Em termos conceituais, sob o rótulo “desenvolvimentista” podem se abrigar ideias, práticas de política econômica ou mesmo “receitas” de desenvolvimento muito distintas. Segundo Fonseca (2004), o desenvolvimentismo é a ideologia que prega a intervenção do Estado, o nacionalismo e a industrialização para o desenvolvimento. Nesse enquadramento conceitual, o desenvolvimentismo pode assumir diversas faces como, por exemplo, aquela verificada nas décadas de 1960 e 1970, quando o rápido crescimento econômico que transformou as estruturas produtivas foi acompanhado de uma piora na distribuição de renda. Este não é, certamente, o estilo de desenvolvimento mais adequado às necessidades e condições do Brasil atual.

Cabe, portanto, qualificar o “desenvolvimentismo” que se defende aqui, inclusive para diferenciá-lo de outras propostas, práticas ou ideologias do passado e do presente. Partindo da experiência brasileira recente, esta qualificação consiste em, especificamente, incorporar e enfatizar a dimensão social como elemento central e orientador do desenvolvimento. Retomando o argumento, entende-se que é possível ser desenvolvimentista apenas em termos econômicos. Ou seja, existem formulações teóricas e proposições de política, e existiram várias experiências históricas relevantes, em que a defesa do interesse nacional, a intervenção estatal e a busca por uma estrutura produtiva mais sofisticada estiveram associadas a uma piora na distribuição de renda e/ou em outras dimensões das diferenças sociais características do capitalismo.

No Brasil dos últimos anos, as duas dimensões se conciliaram, ou se reforçaram, de maneira virtuosa. É impossível desvincular o ciclo de crescimento da segunda metade da década de 2000 da ampliação da demanda doméstica, assim como é difícil separar essa última do processo de distribuição pessoal da renda acelerado neste período. Se verificou, na prática, a ampliação do mercado de consumo de massas como motor dinamizador da atividade econômica – uma relação que já figurava nas formulações teóricas de economistas progressistas há algumas décadas e que se deu de maneira diametralmente oposta àquela verificada nos anos 1960/70, quando a concentração foi funcional ao crescimento.

Além do quadro internacional favorável, quatro grandes ferramentas foram determinantes para este processo recente, nem todas devidamente reconhecidas no debate público brasileiro. A mais alardeada delas foram as políticas de transferência de renda a camadas mais pobres da população – com o programa Bolsa Família à frente – que foram aprimoradas e fortemente ampliadas. Para além destas ações mais focalizadas, merecem destaque os outros instrumentos do sistema brasileiro de

seguridade social que, apesar dos vários problemas, têm abrangência e impacto muito importante². A política de valorização real do Salário Mínimo é o terceiro elemento desta explicação e significou ampliação direta do poder de compra de uma camada bem mais ampla da sociedade do que aqueles diretamente atingidos pelas ações focalizadas. Por fim, e relacionado com os últimos três, está o comportamento favorável do mercado de trabalho ao longo da última década, marcado por transformações importantes ainda por serem melhor explicadas, mas que resultam em intenso processo de formalização, e uma redução gradativa nas taxas de desemprego para patamares historicamente baixos.³ Como impulso adicional ao dinamismo da economia nos últimos anos, a expansão do crédito bancário também impactou positivamente a renda disponível da população e desempenhou papel relevante na ampliação do mercado doméstico de consumo.

Olhando para a frente, um desenvolvimentismo desvinculado da redução das enormes desigualdades sociais que marcam a sociedade brasileira não parece adequado – nem muito promissor em termos práticos – no atual contexto. A dimensão social deve estar no centro da estratégia de desenvolvimento, e daqui a denominação “social-desenvolvimentista”. Mas esta ênfase não deve servir apenas para explicar ou louvar a trajetória recente, nem muito menos para considerar as mudanças suficientes ou asseguradas. Pelo contrário, o caráter social do desenvolvimento brasileiro se justifica muito mais pelos desafios (e, no sentido virtuoso aqui proposto, oportunidades) do que pelos avanços obtidos.

A concentração de renda no Brasil ainda se situa entre as mais elevadas do mundo. Além disso, os resultados positivos nos últimos anos se verificaram em uma das dimensões da desigualdade: a concentração pessoal da renda (e, não menos importante, nos índices de miséria e pobreza). A concentração da riqueza no Brasil é provavelmente ainda maior que a da renda, e há razões para imaginar que ela se elevou nos últimos anos. Indicadores de desigualdade com outros enfoques (condições de vida e consumo, com destaque para acesso a saneamento; educação; saúde) mostram melhoras muito mais tímidas nos últimos anos ou até mesmo aumento das diferenças.⁴

Outra motivação, mais importante, para a ênfase social é o fato de que os avanços obtidos até agora foram em grande parte de natureza individual e privada, muito associados ao poder de consumo. Isto teve, como comentado, impactos positivos sobre a economia, mas deixou pouco explorada outra avenida de dinamização econômica e redução da desigualdade: a infraestrutura social, ou os chamados bens de consumo coletivo ou público, como educação, saúde, transporte e condições gerais de vida urbana, saneamento etc. Em várias destas dimensões, ao contrário, o que se assistiu foi uma “solu-

2 Segundo dados da Análise da Seguridade Social 2012 (ANFIP), os Benefícios de Prestação Continuada (BPC) atenderam 4 milhões de idosos e deficiente com valores em torno de R\$ 30 bilhões de reais em 2012.

3 Sobre o sistema de proteção social e suas relações com o processo recente de desenvolvimento brasileiro, ver a análise panorâmica de Castro (2012). Sobre as transformações em curso no mercado de trabalho brasileiro, ver Baltar (2013). Além de novidade na história brasileira, a relação virtuosa entre crescimento e distribuição de renda é uma característica bastante rara no mundo de hoje (ao contrário do que já foi em outras épocas, principalmente na Europa Ocidental do pós-guerra).

4 Um enfoque multisetorial para a questão da desigualdade é apresentado por Dedecca (2013).

ção privada” para os serviços sociais que, se por um lado expandiu os mesmos e ampliou o acesso, por outro mercantilizou as relações sociais sem garantir sua qualidade.

Ir além da ampliação do mercado de consumo de massas, avançando na dimensão dos direitos sociais (aliás, previstos na Constituição de 1988) é portanto o rumo a seguir. E não se trata apenas de um objetivo em si: o avanço nesta direção é também um dos motores para o crescimento futuro do país. Além dos efeitos já verificados (e que não se julga esgotados) da distribuição de renda sobre o mercado de consumo, a expansão da infraestrutura social também tem grande impacto econômico, em áreas sensíveis. No curto prazo, significa ampliação do investimento. No longo, impacta a competitividade do setor produtivo, ao melhorar o nível educacional, a saúde e a qualidade de vida da força de trabalho.

Desta maneira, ao lado do fortalecimento e ganho de eficiência do Estado, e da reversão dos processos preocupantes em curso na estrutura produtiva, a renovação e o aprofundamento dos avanços sociais é um dos pilares da estratégia “social-desenvolvimentista” aqui defendida.⁵ Em relação a este aspecto, principalmente, é que são feitas as considerações sobre a política macroeconômica nas próximas seções.

A gestão macroeconômica em tempos de crise

Assim como não há receita de desenvolvimento que se aplique a qualquer país em qualquer tempo, considerações sobre a política macroeconômica também não podem ser feitas em abstrato, sem levar em conta o contexto econômico, em especial o externo que condiciona a concorrência por mercados, a demanda por exportações, a disponibilidade de financiamentos externo, as expectativas dos agentes, a determinação de preços macroeconômico chave etc. Nesse sentido, o contexto externo molda as opções das três frentes de política (cambial, monetária e fiscal) e, mais do que isso, condiciona os determinantes do crescimento brasileiro.

Cinco anos após o auge da crise financeira internacional, as dificuldades para a retomada do crescimento nos Estados Unidos, às quais se somam os problemas muito mais profundos (e as perspectivas muito piores) da Europa, e ainda o estado quase estrutural de estagnação japonesa, significam que o mundo carece de um motor dinâmico. A China, neste cenário, vem tentando compensar a redução do seu dinamismo exportador para as economias centrais com maior agressividade na conquista de novos mercados (entre os quais o brasileiro e sul-americano), enquanto promove uma lenta alteração no seu modelo de crescimento, em busca de uma maior dependência do consumo doméstico em detrimento das exportações líquidas. Por seu lado, várias outras economias tentam crescer por meio

5 Para maiores detalhes destes outros pilares, e também das ideias apresentadas nesta e na próxima seção, consultar Biancarelli (2013).

das exportações, o que envolve o uso de políticas monetárias e cambiais para a desvalorização das moedas nacionais e, em graus variados, uso de instrumentos de proteção comercial.

É natural que neste ambiente o comércio internacional tenha dinamismo muito menor e que os esforços multilaterais de liberalização comercial tenham enorme dificuldade para avançar. Também não surpreende que os preços das *commodities* tenham comportamento menos favorável às receitas de seus exportadores. Como implicação mais geral para o Brasil (além das condições mais adversas já refletidas no saldo da Balança Comercial), parece óbvio que qualquer tentativa de crescimento puxado pelas exportações exigiria neste quadro custos e sacrifícios muito maiores e teria eficácia bastante duvidosa.

Pelo lado financeiro, o quadro global também é distinto do vigente no pré-crise, mas seu resultante mais importante – a ampla liquidez global – se repõe em meio a uma alta volatilidade. O determinante mais importante desta situação é a sobrecarga conferida à política monetária nos países centrais como instrumento de recuperação da atividade. Além das taxas básicas de juros em patamares muito próximos a zero, uma série de políticas de expansão monetária bastante heterodoxas vêm sendo implementadas nos países centrais.⁶

O efeito que mais interessa ao Brasil desta situação anômala é o incentivo gerado para o chamado *carry trade*, operações alavancadas com ativos e moedas que prometem rentabilidade superior. A natureza especulativa dessas operações vinculada a um cenário de incerteza reforça a distorção das taxas de câmbio do sistema interacional e aumenta a volatilidade das mesmas. Na fase de alta no ciclo de liquidez, as moedas associadas a uma alta taxa de juros se apreciam, já nos momentos de instabilidade financeira as mesmas depreciam intensa e abruptamente. Esse padrão de flutuação cambial deve seguir vigente enquanto se apresentar o quadro de crise internacional. A despeito de sinais de mudança na política monetária americana, o que se pode esperar para os próximos anos é excesso de liquidez (e não falta), além de muita volatilidade.

Diante desse cenário, a diretriz macroeconômica mais apropriada, e coerente com o caráter social do desenvolvimentismo que aqui se propõe, é a busca do crescimento com base no mercado doméstico. Isto requer o aprofundamento e ampliação dos avanços sociais discutidos anteriormente, preservação dos atuais níveis de emprego e remuneração, ampliação do investimento público (nas áreas prioritárias também já mencionadas) e privado na infraestrutura logística. A taxa de câmbio deve ser

6 Certamente este quadro – descrito de maneira sintética pelas expressões “guerra cambial” e “tsunami monetário” – não é eterno, e sua reversão por várias vezes já anunciada tende a diminuir a pressão de entrada dos fluxos financeiros. Mas pelos sinais débeis de recuperação até agora presentes, pelo longo tempo necessário para a digestão dos passivos ainda presentes nos bancos e outras instituições financeiras, e pelo próprio patamar em que se encontram os estímulos monetários, uma mudança radical no cenário financeiro internacional – salvo na hipótese de um colapso do euro ou quebra de algum banco importante – não parece provável para os próximos anos. As sinalizações de retirada dos estímulos monetários extraordinários pelo *Federal Reserve*, que se tornaram mais fortes ao final do primeiro semestre de 2013, têm causado bastante volatilidade e especulação, particularmente com a taxa de câmbio brasileira. Mas, pelas razões acima apontadas, e também por existirem outras fontes importantes para os movimentos de *carry trade* (notadamente na Europa e Japão), não parecem suficientes para antever uma reversão duradoura do ciclo de liquidez internacional.

manejada com cuidado, buscando sempre um patamar mais favorável à produção local e que evite o vazamento dos impulsos para o exterior. Mas tal esforço certamente envolve considerações e políticas que vão muito além da macroeconomia.

Mesmo que fosse possível transformar uma economia como a brasileira em *export-led growth* apenas com a política macroeconômica e o custo do trabalho, as condições atuais de concorrência internacional exigiriam alterações de tal monta nestas variáveis que o resultado certamente seria uma recessão doméstica. E o que é pior, acompanhada pela regressão em vários dos avanços conquistados pelo país nos últimos anos e que contribuíram para o seu crescimento.

Em suma, o recado final é o de que dificilmente o setor externo voltará a ser a alavanca do crescimento brasileiro. Por outro lado, o setor externo tampouco parece um obstáculo insuperável para o aprofundamento de uma estratégia bem articulada de crescimento. Esta, sem ilusões de *export-led* em um mundo com concorrência predatória e vasta capacidade ociosa (além do uso intensivo de fatores espúrios de competitividade como salários baixíssimos), deve cuidar da preservação e reforço daquilo que foi a chave para a consolidação do crescimento recente e que é fator dos mais escassos no mundo de hoje: a demanda interna.

Regime macroeconômico brasileiro: uma avaliação crítica

A institucionalidade do regime macroeconômico brasileiro atualmente em vigência remonta a 1999, quando se constituiu o tripé câmbio flutuante, metas de inflação e regime de meta fiscal primária. A elaboração dessa arquitetura institucional teve como pressuposto uma concepção liberal acerca do papel do Estado. Desenvolvimento, nesta ótica, é um conceito esvaziado, entregue a um pretense caráter natural do sistema capitalista, cuja operação livre de interferências do Estado levaria a uma alocação de recursos eficiente. Assim, a arquitetura desse regime buscou limitar a discricionariedade da atuação do Estado no manejo das políticas macro. Preconizava-se que o instrumental macroeconômico deveria ser mobilizado para a busca quase exclusiva da estabilidade de preços, identificada como condição primordial para o desenvolvimento.

Essa restrição ao papel do Estado está na origem da discussão dos regimes macroeconômicos (LOPREATO, 2011). Para a teoria novoclássica, o regime macro deve submeter o Estado a um “constrangimento intertemporal” para que esse não atrapalhe a dinâmica econômica que funciona harmonicamente sob as rédeas do mercado. De forma estilizada, os objetivos de um regime macroeconômico em um projeto neoliberal devem ser única e exclusivamente a estabilidade de preços e a solvência do setor público no longo prazo, de preferência com redução do gasto público ao longo do tempo para reduzir o tamanho do Estado e, assim, aumentar a eficiência na alocação de recursos.

Já para um projeto Social Desenvolvimentista como o aqui preconizado, o desenvolvimento está pressuposto como uma intenção política e não como uma espontaneidade advinda dos automatismos

do mercado. Dessa forma, o regime macroeconômico deve ser compatível com um papel ativo do Estado na busca de um dinamismo econômico capaz de assegurar o aprofundamento do processo de distribuição de renda e de expansão da infraestrutura social. Para tanto, o Estado deve usufruir de um maior grau de discricionariedade no manejo da política macro – o que não implica dizer que não se devam estabelecer regras e limites. Essas são fundamentais para que a gestão não fique restrita ao horizonte do curto prazo e possa ser conciliada com os objetivos de longo.

No debate recente sobre o modelo de crescimento brasileiro, o rigor do tripé econômico foi apontado por diversos críticos como o responsável pelo baixo crescimento da economia brasileira e como entrave para o desenvolvimento. Entretanto, ao longo do tempo o regime macro se mostrou flexível e permitiu mudanças na forma de gestão das políticas, dentro do mesmo quadro institucional. Principalmente após a crise de 2008, a política cambial passou a incluir os controles de capital dentre os instrumentos, a política monetária passou a considerar os choques de oferta para as suas decisões e o regime fiscal incorporou, pelo menos no plano das intenções, uma preocupação anticíclica⁷. Resta indagar se essa flexibilidade é suficiente para contemplar, dentre outras coisas, um papel mais ativo do Estado na economia, o crescimento sustentado e as transformações estruturais inerentes ao processo de desenvolvimento econômico

Nas subseções a seguir faz-se uma discussão crítica da institucionalidade e da gestão do regime de política macroeconômica vigente no Brasil, caracterizado pelo câmbio flutuante, metas fiscais e metas para a inflação.

Política cambial e a necessidade de maior controle

A despeito da redundância, vale dizer que a principal virtude do regime de cambio flutuante é sua flexibilidade. Diante de um contexto internacional como o atual, em que se observa um alto grau de incerteza associado à alta volatilidade de variáveis financeiras e de preços de *commodities*, a flexibilidade cambial permite a absorção de choques externos que poderiam, de outro modo, ter um forte impacto na economia doméstica. Por exemplo, as mudanças bruscas nos preços relativos, quando não absorvidas rapidamente pela taxa de câmbio, podem gerar pressões inflacionárias e assim sobrecarregar a política monetária. Portanto, a institucionalização de um regime de câmbio com alguma taxa de referência (metas, bandas cambiais etc.) pode gerar desequilíbrios macroeconômicos importantes.⁸

7 Esse artigo não se propõe a discutir se a política econômica realizada a partir de 2008 foi correta ou não, mas apenas avaliar as possibilidades de mudanças e as formas de gestão do regime macroeconômico.

8 Adicionalmente, a definição de uma meta cambial implica em um compromisso institucional e possibilita fracassos na condução da política cambial. Diante de uma ampla abertura financeira, a definição de uma meta de câmbio também expõe o regime a ataques especulativos como ocorreram nos países emergentes na década de 1990, conforme descrito em Prates (2002).

Se por um lado algum grau de flexibilidade é bem vinda, por outro se ela for excessiva pode levar a distorções de diversas naturezas, uma vez que a taxa de câmbio determinada pelo mercado não é necessariamente a mais adequada ao processo de desenvolvimento econômico. Para efeito analítico, apresentam-se no Quadro 2 quatro motivos que justificam uma política cambial ativa. Esses se dividem em dois grupos, aqueles ligados à Conta Corrente do Balanço de Pagamentos e aqueles ligados à Conta Financeira.

Quadro 2: Quatro motivos para a política cambial

Política cambial \ Motivos	Conta Corrente	Conta Financeira
Administração da volatilidade	Ciclo de preços de produtos <i>commodities</i>	Excessos do mercado financeiro
Administração do patamar	Doença holandesa	Carry trade.

O primeiro motivo para uma política cambial ativa é o ciclo de preços de *commodities*. Considerando o sistema de Hicks (1974), que diferencia os mercados entre *fixprice* e *flexprice* tem-se que, dada a natureza do processo produtivo (ciclo do produto, capacidade ociosa etc.), os setores que produzem bens industriais tendem a ajustar as quantidades produzidas frente a choques de demanda, enquanto que os setores que produzem *commodities* tendem a ajustar os preços. Dessa forma, a receita de exportação do país produtor de *commodity* tende a ser mais volátil que aquela de um país exportador de bens industriais e, portanto, a oferta de divisas decorrente do comércio externo dependerá do ciclo de preços dos produtos básicos. Essa instabilidade é transmitida para taxa de câmbio e com isso afeta o restante da economia. Dessa forma, em países com uma pauta de exportação fortemente baseada em *commodities*, a política cambial é importante para amenizar o impacto da flutuação destes preços na taxa de câmbio.

A existência de um setor exportador de *commodities* e recursos naturais com altas vantagens competitivas leva ao segundo argumento ligado à Conta Corrente que justifica o uso de uma política cambial ativa. Conforme explorado por Bresser-Pereira (2008), o protagonismo deste setor em uma economia nacional submete-a aos riscos da chamada “doença holandesa”, que se manifesta como uma tendência crônica à apreciação cambial. Um dos pontos relevantes dessa abordagem é a identificação de uma taxa de câmbio de equilíbrio para a Conta Corrente cujo nível é mais apreciado do que aquele requerido para o desenvolvimento de um setor industrial competitivo.⁹ Nesse caso, o papel da

9 “A doença holandesa ou maldição dos recursos naturais pode ser definida como a sobreapreciação crônica da taxa de câmbio de um país causada por rendas ricardianas que o país obtém ao explorar recursos abundantes e baratos, cuja produção comercial é compatível com uma taxa de câmbio de equilíbrio corrente claramente mais apreciada do que a taxa de câmbio de equilíbrio industrial.” (BRESSER-PEREIRA & GALA: 2010: 671)

política cambial é o de evitar uma apreciação excessiva da taxa de câmbio e uma especialização da economia doméstica na produção de bens primários. Mesmo que o conceito de “taxa de equilíbrio” e o caráter “crônico” da tendência à apreciação sejam questionáveis, trata-se de raciocínio importante para economias como a brasileira.

Políticas cambiais específicas podem ser desenhadas para atender essas distorções, como por exemplo os impostos sobre as exportações de *commodities* que são causas da doença holandesa, ou a constituição de fundos de estabilização, como aqueles estabelecidos por economias exportadoras de petróleo (Emirados Árabes, Kuwait, Irã, Noruega, Rússia, Venezuela) ou de outras *commodities*, como o Chile (CAGNIN, *et al.*, 2008).

O terceiro motivo para a política cambial é a necessidade de neutralizar as distorções temporárias ou conjunturais provocadas pelo setor financeiro. Isso porque o mercado financeiro não leva a taxa de câmbio necessariamente a um suposto equilíbrio e, portanto, a política cambial tem o papel de conter os seus excessos, evitando *overshootings* e volatilidade exagerada. Essa volatilidade é particularmente nociva para países, como o Brasil, com alto *pass-through* entre a taxa de câmbio e a inflação. Para esse propósito, é oportuno o uso de controles de capitais sobre os fluxos financeiros de curto prazo que são inerentemente voláteis e o uso de medidas regulatórias sobre o mercado de derivativos de câmbio.

Mas, no caso brasileiro, as distorções financeiras vão além da volatilidade e também causam processos longos de apreciação cambial intercalados com curtos e abruptos períodos de depreciação – como o experimentado a partir de junho de 2013. Esse padrão de comportamento da taxa de câmbio é pronunciado na economia brasileira por conta da alta rentabilidade de investimentos financeiros e principalmente das altas taxas de juros praticadas no país. As operações de *carry trade* foram uma pressão constante de valorização da moeda brasileira no período recente (ROSSI, 2012). Essa operação é um dos principais mecanismos de transmissão do ciclo de liquidez internacional para as taxas de câmbio e consiste em um investimento inter-moedas onde se forma um passivo (ou uma posição vendida) na moeda de baixas taxas de juros e um ativo (ou uma posição comprada) na moeda de juros mais altos¹⁰.

Em um movimento pendular, as operações de *carry trade* tendem a apreciar as moedas com altas taxas de juros durante a fase ascendente do ciclo de liquidez e depreciá-las na fase de reversão. O detalhe importante é que esse movimento tende a ocorrer de forma assimétrica: o processo de otimismo que caracteriza a expansão da liquidez internacional ocorre de forma mais gradual, enquanto que as reversões de humor são usualmente mais abruptas.. Como mostram McCauley e McGuire (2009) e Kohler (2010), as moedas que mais se depreciaram no período mais agudo da crise finan-

10 “É, portanto, um investimento alavancado que implica em descasamento de moedas. A generalização desse tipo de operação confere características específicas à dinâmica das taxas de câmbio. Como particularidade, a forma de alocação da riqueza financeira promovida pelo *carry trade* não se restringe a um processo de alocação de ativos financeiros, mas também de formação de passivos. (ROSSI, 2012: 26)

ceira de 2008 foram aquelas que eram alvo do *carry trade*, enquanto as moedas *funding* da estratégia serviram como porto seguro dos fluxos financeiros e conseqüentemente apreciaram na crise¹¹.

Nesses termos, os motivos ligados à Conta Financeira justificam a adoção de políticas cambiais para evitar um excesso de volatilidade da taxa de câmbio assim como uma apreciação excessiva da moeda doméstica. Nesse contexto, uma arquitetura de política cambial deve ser montada para neutralizar as distorções financeiras, uma vez que a sujeição da moeda nacional a ciclos especulativos advindos do setor financeiro é incompatível com o desenvolvimento econômico de longo prazo.

Após a crise internacional de 2008, o Brasil avançou na direção de uma política cambial mais ativa. A acumulação de reservas cambiais foi complementada com medidas de controle dos fluxos financeiros (impostos sobre aplicações em renda variável, renda fixa e sobre empréstimos), medidas de regulação do mercado de câmbio interbancário (oneração do excesso de posições vendidas dos bancos no mercado à vista) e sobre o mercado de derivativos cambiais (imposto sobre as posições vendidas em dólar). Essas medidas que foram implementadas e em parte retiradas entre 2008 e 2013, mostraram-se eficientes tanto para melhora qualitativa dos fluxos de capital como para uma menor volatilidade da taxa de câmbio.

Contudo, a despeito da ampliação dos instrumentos de política cambial, alguns aspectos estruturais não foram modificados. Em especial, a permeabilidade do mercado de câmbio brasileiro à especulação financeira é um elemento crítico que deve ser endereçado. A natureza especulativa do mercado de câmbio brasileiro deve-se, sobretudo, ao diferencial de juros da moeda brasileira para as demais e à assimetria de liquidez existente entre o mercado de derivativos e o mercado de câmbio à vista, como discutido em Rossi (2012). Assim, para uma dinâmica da taxa de câmbio menos sujeita às distorções financeiras, se faz necessária uma reforma no mercado de câmbio brasileiro que aumente a liquidez no mercado à vista e reduza a atuação dos especuladores cuja atuação se concentra, sobretudo, no mercado futuro.

Política fiscal, ação anticíclica e a busca por espaço para o investimento

Uma importante tarefa do regime macroeconômico é a de contrarrestar movimentos acentuados do ritmo de atividade, a chamada atuação anticíclica. Essa atuação deve ser guiada pelo objetivo de sustentar o crescimento econômico, e em especial a taxa de investimento, de forma a permitir o avanço das transformações estruturais inerentes ao projeto de desenvolvimento. Para isso, a orientação do gasto público é estratégica, pois é uma fonte autônoma de demanda agregada. Além disso, toda a ênfase na infraestrutura social e nos serviços públicos aqui defendida como norte de um “social-desenvolvimentismo” requer recursos fiscais significativos para sua efetivação.

11 É interessante notar que, no auge da fuga para liquidez da crise de 2008, a moeda japonesa foi a única que se apreciou em relação ao dólar americano. Para McCauley e McGuire (2009) e Kohler (2010) a explicação está no seu papel como moeda *funding* do *carry trade*.

Por estes critérios, a condução da política fiscal tal como se apresenta no Brasil – pautada por metas fiscais anuais – pode e deve ser aprimorada. Isso porque nesse regime não somente o resultado fiscal é pró-cíclico, mas a busca pelo cumprimento da meta ao longo do ano reforça esse caráter pró-cíclico. Há, portanto, uma inadequação no estabelecimento de metas anuais que têm como propósito a sustentabilidade da dívida no longo prazo, e ao mesmo tempo desconsidera-se o ciclo econômico e a relação de endogenia entre o gasto público e o crescimento.

Por definição, o governo tem controle sobre a sua decisão de gasto, mas a sua arrecadação depende da geração de renda, ou do crescimento econômico. Dessa forma, o estabelecimento de uma meta anual implica que, no início do ano, o governo se comprometa com um resultado fiscal com base em uma expectativa de arrecadação, considerando um crescimento econômico estimado. No decorrer do ano, o crescimento pode não se realizar conforme projetado e resultar em uma arrecadação menor do que a prevista, comprometendo o resultado fiscal¹². Diante disso, o governo pode a) anunciar que não vai mais cumprir a meta e prestar contas à sociedade, b) não anunciar nada e, através de descontos e antecipação de dividendos, cumprir contabilmente a meta primária ou c) tomar medidas adicionais para aumentar os impostos ou reduzir os gastos de forma a garantir a meta fiscal do período.

Das três opções, as duas primeiras são ruins para a credibilidade do governo e a última opção é a mais ajustada ao regime fiscal vigente. No entanto é a pior dentre elas: a busca pelo cumprimento da meta através de uma política fiscal emergencial e contracionista retira estímulos à demanda agregada de uma economia já desaquecida e reduz ainda mais o crescimento econômico. Adiciona-se a isso que a saída mais comum para esse tipo de ajuste é o corte ou adiamento de projetos de investimento, uma vez que grande parte das despesas públicas é vinculada e o aumento de impostos ou corte de despesas correntes nem sempre são politicamente factíveis. Ou seja, no curto prazo, a busca pela meta fiscal acrescenta a esse regime fiscal um viés anti-investimento.

Da mesma forma, o regime de meta anual para o superávit primário se mostra inapropriado quando o crescimento econômico é maior do que o projetado pelo governo. Nesse caso, o incentivo é para que o excesso de arrecadação se materialize na expansão do gasto público. Esse gasto adicional, ao impactar a economia já aquecida, pode gerar um excesso de demanda agregada e pressões sobre o nível de preços. Dessa forma, a condução da política fiscal não coopera com o regime de metas de inflação uma vez que ele potencialmente aumenta inflação de demanda e impõe a necessidade do uso de uma política monetária contracionista para o controle de preços.

Em síntese, no regime de metas fiscais anuais, não somente o resultado fiscal é pró-cíclico, mas a busca pelo cumprimento da meta fiscal ao longo do ano reforça esse caráter pró-cíclico e acentua o ciclo econômico. Conforme tratado aqui, as metas de superávit são estabelecidas para períodos

12 Uma forma medir o impacto do ciclo no resultado primário é através da estimativa do resultado primário estrutural. Sobre essa medida, ver Gobetti *et al.* (2010).

anuais através de um modelo que estima a sustentabilidade da dívida no longo prazo. A crítica que se coloca é a inadequação de se estabelecer metas anuais em modelo de longo prazo, desconsiderando o ciclo econômico e a relação de endogenia entre o gasto público e o crescimento.

Há, no entanto, duas formas de neutralizar esse problema e conciliar o regime de metas com a gestão anticíclica da política fiscal. A primeira refere-se ao alongamento da periodicidade da meta de forma a abarcar o ciclo econômico. Uma meta de médio prazo daria mais flexibilidade à política fiscal para atuar de forma a ter momentos expansionistas e outros contracionistas e, na média do período, garantir o superávit previsto. O inconveniente dessa proposta é que ela pressupõe uma conjectura sobre a natureza do ciclo econômico e sua periodicidade, que nem sempre segue um padrão pré-determinado.

A segunda proposição consiste em estabelecer um mecanismo institucional, com regras claras, que permita ao gasto público ser expansionista nos momentos de baixo crescimento e contracionista nos momentos de alto crescimento, preservando assim a continuidade de uma meta de superávit com periodicidade anual. Isso pode ser viável através de um fundo orçamentário com reservas de recursos públicos que, quando acionados, devem ter como finalidade específica o investimento público. Assim, haveria um aparato legal que permitiria a expansão do investimento público na baixa do ciclo econômico e obrigaria o Estado a poupar o excesso de arrecadação na alta do ciclo econômico¹³.

Uma política anticíclica que garanta a sustentação do processo de crescimento também abre espaço fiscal para uma política estrutural de ampliação do investimento público, já apontado anteriormente como motor de expansão da economia e um dos eixos principais da estratégia de desenvolvimento aqui defendida. Investimentos maiores na infraestrutura social teriam efeitos multiplicadores importantes, em termos de emprego, renda, dinamização das economias locais. E, à medida que fossem ampliadas a cobertura e a qualidade dos serviços públicos de educação, saúde, transporte etc., parcela crescente da renda familiar comprometida com estas despesas seria liberada para outros usos. Este segundo efeito é maior para camadas mais pobres da população. A ampliação da renda disponível parece ser instrumento de avanço na distribuição de renda muito mais poderoso (e justo) do que a ampliação de subsídios a prestadores privados, quase sempre de baixa qualidade, destes direitos sociais. O que só reforça a necessidade uma política fiscal pró-investimento público.

Metas de inflação e a flexibilidade necessária

O regime de metas de inflação tem como grandes vantagens o estabelecimento de um compromisso público com a estabilidade de preços e um quadro de referência para a política monetária. Esse regime é flexível quando comparado com as alternativas do regime de metas monetárias e do regime de

13 Vale notar que para um uso mais eficiente da política fiscal anticíclica é preciso recuperar a capacidade do Estado brasileiro de planejamento e execução do investimento público.

ancora cambial,¹⁴ e também se refere à possibilidade de diferentes formas de institucionalização do regime e de gestão do mesmo. A análise do caso brasileiro aponta para a necessidade de uma maior flexibilidade do regime de metas frente a processos de transformações estruturais da economia, característicos do desenvolvimento.

A gestão do regime de metas, conforme o receituário do chamado “novo consenso macroeconômico”, deve se apoiar no uso do instrumento da taxa de juros com o objetivo de afetar a demanda agregada. Entretanto, as causas da inflação não se restringem a um problema de demanda. Há questões estruturais associadas ao processo de desenvolvimento que são fontes de aumento de preços pelo lado da oferta.

O processo de redução da desigualdade de renda, por exemplo, pode causar descompassos entre o crescimento dos salários e da produtividade. Em um primeiro momento, o aumento dos salários reais gera uma pressão de aumento nos custos de produção. Em um segundo momento, a recomposição da margem de lucro dos empresários gera uma nova rodada de aumento de preços que, por sua vez, reduz os salários reais.¹⁵ Adicionalmente, o processo de redistribuição de renda também resulta em mudanças do lado da demanda, uma vez que a entrada de novas classes de consumo amplia o mercado e exige adaptações nas condições da oferta que podem levar tempo.¹⁶

Outra pressão de custos decorrente do processo de desenvolvimento é o surgimento de gargalos como infraestrutura, transporte, logística, energia etc. Os investimentos em infraestrutura são uma das frentes de expansão do desenvolvimento que além de motor de crescimento e eixo do desenvolvimento, são absolutamente necessários para que esse processo não esbarre em uma inflação derivada de um aumento dos custos de produção. Dessa forma, medidas de política fiscal que expandam ou incentivem o investimento em setores estratégicos, têm um papel importante também para a política de controle de preços.

A flutuação dos preços de *commodities* é outra origem importante de inflação de custos. No passado recente, a taxa de câmbio tem sido um canal importante de transmissão da política monetária, e de absorção de choques de oferta oriundos dos preços de *commodities*. Entretanto, o uso da taxa de câmbio para essa finalidade é extremamente problemático por conta do padrão de volatilidade de preços de *commodities*. Na medida em que a taxa de câmbio reproduz esse padrão de volatilidade prejudica as exportações industriais e o investimento produtivo.

14 Evidentemente ele é menos flexível do que um regime monetário puramente discricionário.

15 Por sua vez, o repasse da alta dos custos de produção para os preços depende da estrutura dos setores produtivos. “É razoável considerar que, em geral, setores oligopolizados (com maior poder de mercado) tendem a ser mais inflacionários por pelo menos duas possíveis razões: i) têm maior capacidade de repassar para os preços aumentos de custo; e ii) podem ser relativamente imunes aos efeitos contracionistas da política monetária, visto que não necessariamente concorrem via preço.” (MODENESI *et al.*, 2012: 205)

16 Esse processo está associado ao eixo de expansão do mercado interno de consumo de massa proposto por Bielschowsky (2012) e já comentado na seção I.

Como instrumento alternativo, pode-se apontar o manejo de tarifas de importação e exportação como auxiliar ao regime de metas de inflação. No caso de produtos predominantemente importados, como o trigo, por exemplo, a redução das tarifas de importação pode ser usada nos momentos de aumento de preços desse produto no mercado internacional. No caso do aumento do preço de produtos da pauta de exportação brasileira que tenham impacto importante no índice de inflação, o imposto sobre exportações é uma alternativa. Esse aumento terá como efeito o redirecionamento da produção destinada à exportação para o mercado interno, aumentando a oferta e reduzindo os preços.

No caso das *commodities* e nos demais casos onde a inflação decorre de problemas de oferta, a eficácia do uso da taxa de juros como instrumento de política monetária é extremamente limitada. O aumento dos juros tende a inibir o investimento e retraindo a oferta, logo, reforça as causas da inflação.¹⁷ Ou seja, a contração monetária pode afetar a demanda agregada, reduzindo o crescimento sem afetar a causa originária da inflação.¹⁸ Dessa forma, deve-se considerar instrumentos alternativos e auxiliares a política monetária no regime de metas de inflação.

Em síntese, o regime de metas de inflação pode ser adequado para o projeto desenvolvimentista aqui defendido porque é flexível. Mas sua gestão deve considerar três pontos importantes: 1) que a meta de inflação não seja um objetivo exclusivo da política monetária, 2) que a meta de inflação seja flexível o suficiente para acomodar as pressões de preços decorrentes das transformações estruturais inerentes ao processo de desenvolvimento e outros choques de oferta, e 3) que a taxa de juros não seja o único instrumento para atingir a meta de inflação e que outros instrumentos sejam usados dependendo da origem do fenômeno e da natureza do impulso inflacionário.

Além dessas questões, o regime de metas de inflação deve ser compatível com a transição da economia brasileira para um padrão de juros mais baixos. Essa transição é absolutamente necessária para criar um ambiente macroeconômico mais adequado ao investimento produtivo e que permita o desenvolvimento de um sistema de crédito de financiamento de longo prazo e uma melhora na competitividade do setor produtivo. Essa transição será responsável por profundas mudanças estruturais na economia, uma vez que a queda da taxa de juros básica deve estar acompanhada da queda das demais taxas de rentabilidade do sistema.

A gestão do regime de metas de inflação no Brasil mostrou alguns avanços nos anos recentes. Em particular, destaca-se a preocupação com o crescimento econômico que se manifestou nos recorrentes discursos das autoridades monetárias e o uso das políticas macroprudenciais como instrumento alternativo à taxa de juros para o controle da inflação. A significativa redução dos patamares da taxa Selic pelo Banco Central ao longo de 2011 e 2012 foi uma demonstração explícita da intenção de

17 Além disso, os juros nominais devem ser considerados como componente de custos para as empresas, tanto um custo financeiro para as empresas endividadas quanto um custo de oportunidade do capital para todas as firmas (SERRANO, 2010).

18 Dependendo da combinação de fatores, o aumento de juros pode até levar a um aumento da inflação, uma vez que reduz a capacidade de oferta.

reduzir esta anomalia da economia brasileira, aproveitando as conjunturas favoráveis e inclusive enfrentando as poderosas resistências que se levantam contra a redução do custo do dinheiro no Brasil. Desde abril de 2013, no entanto, este preço-chave volta a subir, em movimento que de fato responde a uma elevação da inflação, mas que não deveria significar uma volta aos patamares – e à rigidez dos objetivos e instrumentos – verificados na política econômica até 2011.

Considerações finais

Este artigo procurou refletir, à luz da experiência brasileira recente e de suas possibilidades futuras, sobre as relações entre duas dimensões da realidade econômica, e das políticas econômicas, geralmente analisadas de modo desconexo: a gestão macroeconômica e a estratégia de desenvolvimento. A mensagem final é a de que, a despeito das separações necessárias entre estas duas óticas, elas precisam estar sintonizadas. Principalmente quando não se compartilha da visão que enxerga nas forças de mercado o poder de, garantida a estabilidade e liberdade para sua atuação, encaminhar as tarefas do desenvolvimento.

Em termos mais precisos, é necessário que as políticas cambial, fiscal e monetária, que sozinhas não são condição suficiente para o desenvolvimento, criem condições mínimas (e o mínimo possível de constrangimentos) para os objetivos de mais longo prazo do país – a saber: a defesa do interesse e do espaço nacional, um papel relevante para a atuação do Estado, a sofisticação da estrutura produtiva e, o ponto destacado aqui, a redução das desigualdades sociais que caracterizam historicamente o Brasil.

Este último aspecto, que justifica o rótulo “social-desenvolvimentista”, deve significar um avanço em relação às inegáveis conquistas da última década, principalmente na forma de ampliação e melhora na oferta de bens públicos. O investimento na infraestrutura social e nas condições de vida da população, especialmente nos centros urbanos, é complemento necessário e urgente às melhoras na distribuição pessoal da renda – que devem continuar em marcha, pois o caminho é muito longo até que patamares aceitáveis sejam atingidos. A justificar tais escolhas, não só os imperativos de ordem política e moral, mas também os impactos econômicos positivos que o avanço social têm causado e podem continuar a causar no país. Principalmente diante de uma série de constrangimentos externos que apontam o mercado doméstico como grande (e talvez única) fonte de dinamismo.

Para dar conta desta renovação e aprofundamento do caráter social do desenvolvimento brasileiro, o regime macroeconômico é, sim, condição necessária. Deve, portanto, fazer parte do planejamento estratégico e se articular de forma reforçadora com outras políticas de desenvolvimento como as políticas social, industrial, tecnológica, de investimento público, de infraestrutura, salarial etc.

A análise dos regimes de câmbio flutuante, de meta fiscal primária anual e de metas de inflação mostra que os pressupostos teóricos que dão substrato aos mesmos não convergem com o projeto social-desenvolvimentista. Esse regime macroeconômico foi originalmente concebido para impor limites **à discricionariedade da atuação do Estado e submeter** as autoridades políticas aos princípios de uma visão liberal de desenvolvimento, onde o mercado é o principal protagonista. Entretanto, não se pode estabelecer uma correspondência direta entre esses princípios teóricos e a operacionalização do regime macro, que tem mostrado ser flexível na gestão política.

Neste sentido preciso, avaliou-se que o atual quadro institucional macroeconômico pode ser suficientemente flexível para acomodar um projeto de desenvolvimento onde o Estado tem papel de indutor e o social seja o foco central de sua atuação. É evidente que é preciso avançar nesta direção, como apontado: aumentar o controle sobre o funcionamento do mercado de câmbio; tornar a política fiscal efetivamente anticíclica e com maior espaço para o investimento público; garantir que a flexibilidade permitida pelas metas de inflação se traduza em reduções sustentáveis das taxas de juros no país.

Mas a presente análise é, no final das contas, otimista quanto à compatibilização entre as duas dimensões tratadas. Ou melhor: não considera que o debate sobre um eventual abandono ou não do chamado “tripé” macroeconômico deva ser o foco quando o objetivo é aprofundar e renovar os traços virtuosos de um estilo de desenvolvimento que se insinuou nos últimos anos. A institucionalidade dos regimes de câmbio flutuante, meta fiscal primária e meta de inflação podem se acomodar ao projeto social-desenvolvimentista considerando alguns aprimoramentos e uma gestão mais adequada.

Referências bibliográficas

- BALTAR, P. (2013). Crescimento da Economia e Mercado de Trabalho no Brasil. IPEA/IE-Unicamp, *mimeo*.
- BASTOS, P. P. (2012) A economia política do novo-desenvolvimentismo e do social desenvolvimentismo, *Economia e Sociedade*, Campinas, v.21, N° Especial, dez 2012.
- BIANCARELLI, A. (2013). Por Uma Agenda Social-Desenvolvimentista para o Brasil. *FPA Discute: Desenvolvimento*. São Paulo: Fundação Perseu Abramo. Disponível em <http://novo.fpabramo.org.br/sites/default/files/fpa-discute-desenvolvimento-v2-1.pdf>.
- BIELSCHOWSKY, R. (2012). Estratégia de desenvolvimento e as três frentes de expansão no Brasil: um desenho conceitual. *Economia e Sociedade* v. 21, n. Especial, pp. 729-747.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. (2008) The Dutch Disease and its Neutralization: a Ricardian Approach. *Revista de Economia Política*. Vol. 28, nº. 1 (109), pp. 47-71, Jan./Mar. 2008.
- BRESSER-PEREIRA, L. C.; GALA, P. (2010) Macroeconomia estruturalista do desenvolvimento, *Revista de Economia Política*, v. 30, N. 4: 663-686.
- CAGNIN, R, CINTRA, M. FARHI, M. & ALMEIDA, J. (2008) O debate em torno dos fundos cambiais: experiências internacionais, Texto para Discussão, IE/UNICAMP, n. 150, nov. 2008.

CARNEIRO, R. (2012) Velhos e novos desenvolvimentismos, *Economia e Sociedade*, Campinas, v.21, Número Especial, dez 2012.

CASTRO, J. A. (2012). Política social e desenvolvimento no Brasil. *Economia e Sociedade* v. 21, n. Especial, pp. 1011-1042.

DEDECCA, C. (2013). A redução da desigualdade e seus desafios. IPEA/IE-Unicamp, *mimeo*.

FONSECA, P. (2004) Gênese e percursos do desenvolvimentismo no Brasil, *Revista pesquisa e debate*, São Paulo, PUCSP, 15(2): 225-56.

GOBETTI, S. W. *et al.* (2010) Resultado Fiscal Estrutural: um passo para a institucionalização de políticas anticíclicas no Brasil, *Texto pra discussão do IPEA*, 1515.

HICKS, J. (1974) *The Crisis in Keynesian Economics*. New York: Basic Books.

KOHLER, M. (2010) Exchange rates during financial crises, *BIS Quarterly Review*, March 2010.

LOPREATO, F. (2011) *Caminhos da política fiscal do Brasil*, Tese de Livre Docência, IE- Unicamp, Campinas, 2011.

McCAULEY, R. N. & MCCUIRE, P. (2009) Dollar appreciation in 2008: safe haven, carry trades, dollar shortage and overhedging, *BIS Quarterly Review*, pp. 85-93, December 2009.

PRATES, D. M. (2002) Crises financeiras dos países “emergentes”: uma interpretação heterodoxa, Campinas: IE/UNICAMP, *Tese de Doutorado*.

ROSSI, P. (2012) Taxa de câmbio no Brasil: dinâmicas da arbitragem e da especulação, *Tese de Doutorado*, Campinas, IE-UNICAMP.

SERRANO, F. (2010) O conflito distributivo e a teoria da inflação inercial, *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v. 14, n. 2, p. 395-421, maio/ago.