

XVIII Encontro Nacional da Sociedade Brasileira de Economia Política (SEP)

Área 2: História Econômica e Economia Brasileira
Subárea 2.3: Economia Brasileira Contemporânea
Sessões Ordinárias

Regime Macroeconômico e o Projeto Desenvolvimentista*

Pedro Rossi**

Resumo:

O objetivo desse trabalho é discutir o atual regime macroeconômico brasileiro e sua adequação ao projeto desenvolvimentista. Na perspectiva adotada, o regime macroeconômico é uma característica estrutural do projeto de desenvolvimento que dá as diretrizes de longo prazo e condiciona a discricionariedade do Estado no manejo da política macro. A partir disso, faz-se uma discussão dos regimes de câmbio flutuante, de meta fiscal primária e de metas de inflação, tratando de suas características institucionais e de seus pressupostos teóricos. Essa análise procura mostrar que o atual regime macro foi arquitetado dentro de uma concepção liberal de desenvolvimento, no entanto, a flexibilidade do mesmo permite adaptá-lo a um projeto de desenvolvimento onde o Estado tem um protagonismo importante na dinâmica econômica.

Palavras-chave: Desenvolvimento, Regime Macroeconômico, Estado, Mercado.

Abstract:

The aim of this paper is to discuss the current Brazilian macroeconomic regime and its suitability for the developmentalist project. In the perspective adopted, the macroeconomic regime is a structural feature of the developmentalist project that gives long-term guidelines and determines the degree of discretion of the State in the management of macro policy. Thereafter, it discusses the floating exchange rate regime, the primary fiscal target regime and the inflation targeting regime, dealing with institutional characteristics and their theoretical assumptions. This analysis seeks to show that the current macro regime was architected within a liberal conception of development however its flexibility allows adapting it to a development project where the State has an important role in economic dynamics.

Keywords: Development, Macroeconomic Regime, State, Market.

* Esse artigo foi realizado no âmbito do projeto do IPEA intitulado “Agenda Desenvolvimentista Brasileira e sua Inserção Global”.

** Professor do Instituto de Economia da Unicamp e bolsista do IPEA. <pedrorossi@eco.unicamp.br>

1. Introdução

O almejado processo de desenvolvimento capaz de transformar as estruturas econômicas e sociais é compatível com o atual regime macroeconômico brasileiro? Essa é a pergunta sob a qual esse trabalho se debruça. Desde já, por desenvolvimento econômico entende-se um processo de crescimento com transformações estruturais e por desenvolvimentismo a ideologia que prega a intervenção do Estado, o nacionalismo e a industrialização para o desenvolvimento, conforme a definição de Fonseca (2004). Nesse enquadramento conceitual, o desenvolvimento e o desenvolvimentismo podem assumir diversas faces como, por exemplo, aquela que assumiu 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. Nesse estudo, a inclinação é pelo “social desenvolvimentismo” cujos contornos analíticos ainda estão sendo desenhados, mas cuja direção é a definição do social como eixo do processo de desenvolvimento (CARNEIRO, 2012)¹.

Em síntese, a estratégia de desenvolvimento em questão é aquela que busca um dinamismo econômico capaz de permitir o aprofundamento do processo de distribuição de renda e de expansão da infraestrutura social. Conforme desenvolvido por Bielschowsky (2012), esse dinamismo econômico pode ser encontrado potencialmente em três frentes de expansão: no consumo de massas (onde a distribuição de renda assume sua característica funcional para o crescimento econômico), na exploração dos recursos naturais e na expansão da infraestrutura². Segundo o autor, esse seria um padrão viável de expansão econômica no longo prazo cujo dinamismo permitiria a aceleração do processo de desenvolvimento.

Esse desenho conceitual que trata das fontes de dinamismo da economia brasileira é parte de uma formulação mais abrangente de discussão de um projeto de desenvolvimento brasileiro na qual o presente artigo se insere. Nesse sentido, o propósito é discutir o regime macroeconômico como uma ferramenta auxiliar ao processo de desenvolvimento, e portanto, como parte do planejamento estratégico. Não se trata de uma discussão de políticas macroeconômicas destinadas a resolver problemas de curto prazo, mas do enquadramento institucional que dá as diretrizes para o manejo da política macro de forma a adequá-las a determinados objetivos de longo prazo.

A institucionalidade do regime macroeconômico brasileiro atual remonta a 1999 quando se constituiu o tripé cambio flutuante, metas de inflação e regime de meta fiscal. A elaboração dessa arquitetura institucional teve como pressuposto uma concepção do papel do Estado no

1 Sobre o social desenvolvimentismo ver Carneiro (2012), Bastos (2012) e Bielschowsky (2012), embora esse último não faça uso desse termo.

2 Para além dos três eixos de expansão que funcionam como motores do investimento o autor adiciona dois “turbinaidores” que potencializa esses motores: a inovação tecnológica e a reativação de encadeamentos produtivos tradicionais (BIELSCHOWSKY, 2012).

desenvolvimento econômico distinta daquela concebida pelo projeto desenvolvimentista. Preconizava-se que o instrumental macroeconômico deveria ser mobilizado para busca quase exclusiva da estabilidade de preços, identificada como condição primordial para o desenvolvimento (IPEA: 2010). Além disso, ela foi desenhada com propósitos mais imediatistas voltados para a estabilização econômica no curto prazo de uma economia desacreditada pelos agentes econômicos e impactada pela desvalorização cambial, pelo aumento da inflação, pela fragilidade das contas externas e das contas públicas.

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 da política macro, dentro do mesmo quadro institucional. Principalmente após a crise de 2008, a política cambial passou a contemplar os controles de capital dentre os instrumentos, a política monetária passou a considerar os choques de oferta para a decisão de política e o regime fiscal passou a considerar o uso da política fiscal anticíclica. 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.

Para isso, esse trabalho é composto de três partes além dessa introdução. Na *seção 2*, busca-se discutir a relação entre o regime macroeconômico e o projeto de desenvolvimento. Em especial, procura-se definir o regime macroeconômico como uma característica estrutural do projeto de desenvolvimento que condiciona o manejo da política macro. A partir disso, tem-se uma perspectiva de longo prazo do papel do regime macro no desenvolvimento e de seus objetivos estratégicos. Na *seção 3*, analisam-se os regimes de câmbio flutuante, de metas fiscais primárias e de metas de inflação. Três perspectivas de análise são adotadas: a primeira consiste em uma descrição dos regimes macro e do seu grau de flexibilidade para comportar a atuação discricionária do Estado na economia. A segunda trata dos pressupostos teóricos que deram origem a cada um dos regimes macro e avalia a adequação de outros paradigmas teóricos na operacionalização dos mesmos. Já na terceira perspectiva, busca-se uma análise crítica que problematiza questões associadas à operacionalização do regime além de proposições de aprimoramento e de flexibilização da gestão dos regimes macro. Por fim, na *seção 4* são apresentadas as considerações finais do trabalho.

2. Regime macro e o projeto de desenvolvimento

Para o propósito desse trabalho, define-se o regime macroeconômico como o quadro institucional para a realização das políticas fiscal, monetária e cambial. A política macro aqui é

restrita a essas três dimensões que afetam diretamente os agregados macroeconômicos como a renda e o produto, o nível de preços, o emprego, o balanço de pagamentos e os preços chave da economia, taxa de câmbio e taxa de juros. Nesse sentido, para efeito dessa análise, desconsideram-se outras dimensões de política como, por exemplo, a política salarial ou de regulação financeira que são extremamente importantes para a composição do ambiente macroeconômico, mas transbordam o escopo desse trabalho.

As decisões de política macroeconômica não são tomadas livremente pelos formuladores de políticas, mas dependem de instituições e, portanto, são condicionadas pelo quadro institucional. Essa institucionalidade tem como pressuposto básico estabelecer regras, limites e diretrizes para o manejo da política macro. Apesar disso, todo regime macro tem algum grau de flexibilidade e pode dar espaço para diferentes formas de manejo da política dentro do mesmo quadro institucional, assim como para formas distintas de interpretação das regras e diretrizes de acordo com a conjuntura econômica. Por exemplo, no regime de câmbio flutuante a interpretação do papel da política cambial pode variar de acordo com o período, ou no regime de metas de inflação, a política monetária muda de acordo com a percepção das autoridades que por vezes perseguem o centro da meta com mais rigor e por vezes se contentam com o uso das bandas monetárias. Essa flexibilidade confere um grau de discricionariedade à condução das políticas no âmbito do regime macroeconômico.

A política macro se distingue do regime macro pelo seu horizonte temporal mais restrito ao curto prazo e seu caráter subordinado. É no curto prazo onde se elabora e se maneja a política macro que passa pela administração de conflitos como crescimento *versus* inflação, como juros altos *versus* câmbio valorizado, etc. Já as diretrizes da política macro e seus objetivos de longo prazo são definidos pelo regime macro. Por exemplo, a definição de um regime que fixa a taxa de câmbio (objetivo de longo prazo) depende do manejo da política macro (objetivo de curto prazo). Nesse sentido, a política macro está sujeita a determinadas diretrizes e aos imperativos da conjuntura, já o regime macroeconômico passa por um planejamento econômico e por uma perspectiva de longo prazo. Ele é portanto uma variante estrutural da política macro no sentido de condicionar a atuação do Estado como executor de políticas macroeconômicas³.

O regime macroeconômico em um projeto neoliberal⁴ de desenvolvimento tem como concepção fundamental o protagonismo do mercado a importância reduzida do papel do Estado na economia. Assim, a arquitetura desse regime busca submeter as autoridades políticas a princípios

3 Nesses termos, de acordo com nossa definição, políticas estruturais são aquelas ligadas à definição do regime macroeconômico (metas de inflação, câmbio flutuante, meta de superávit fiscal) e as políticas conjunturais estão ligadas à gestão do regime (política monetária, cambial e fiscal).

4 Considera-se o termo “neoliberal” como a variante política das teorias econômica novoclássica e novokeynesiana cujo receituário de política é essencialmente liberal.

preestabelecidos que limitam a discricionariedade da atuação do Estado. 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 desenvolvimentista, o regime macroeconômico deve ser compatível com um papel ativo do Estado na condução de políticas econômicas. Essa atuação tem deliberadamente o propósito de influir nas forças de mercado de forma a potenciar o crescimento econômico e promover uma alocação de recursos mais eficiente e equitativa. 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, limites e diretrizes para a gestão da política macroeconômica. Essas são fundamentais para que a gestão da política macroeconômica não fique restrita ao horizonte do curto prazo e possa a ser conciliada com os objetivos de longo prazo de um determinado projeto desenvolvimentista.

Um aspecto importante dessa discussão é o papel do regime macroeconômico no desenvolvimento econômico. O desenvolvimento econômico depende de uma série de especificidades históricas: da evolução do padrão tecnológico, da estrutura produtiva e de comércio externo, do padrão energético, da infraestrutura de transporte, dos mecanismos de financiamento do investimento, da distribuição da renda, dos padrões de consumo, do crédito para as famílias, da estrutura do emprego, do mercado de trabalho, da economia internacional e do grau de integração comercial e financeira, da existência de constrangimentos externos... Enfim, o desenvolvimento é um processo complexo com diversas especificidades e o regime macroeconômico é uma dessas especificidades, que interage e influencia as demais. É, pode-se dizer, um pré-requisito ou uma condição necessária, mas não suficiente para o desenvolvimento econômico.

Diante da complexidade do processo de desenvolvimento o regime macro deve ser pensado estrategicamente no âmbito das demais políticas estruturais. O presente estudo propõe duas tarefas fundamentais que devem guiar a concepção do regime macroeconômico em um projeto desenvolvimentista: 1) orientar a política macro para uma atuação anticíclica e 2) criar um ambiente macroeconômico favorável ao investimento produtivo. Essas tarefas, sintetizadas no *quadro 1* e descritas em seguida, devem fazer parte do planejamento do desenvolvimento e das suas frentes de expansão, e assim se articular de forma reforçadora com outras políticas de desenvolvimento (como

a política industrial, política de investimento público, política tecnológica, políticas de infraestrutura, política salarial, etc.).

Quadro 1: Tarefas do regime macroeconômico

1) Orientar a política macro para uma atuação anticíclica	2) Criar um ambiente macroeconômico favorável ao investimento produtivo
Pressuposto	
As flutuações cíclicas da renda e do emprego são endógenas ao sistema de produção capitalista.	O regime macro condiciona a decisão dos agentes no plano micro e cria condições mais ou menos favoráveis ao investimento produtivo.
Objetivos	
O regime macroeconômico deve ter a flexibilidade e os incentivos suficientes para permitir uma atuação anticíclica da política macro (fiscal, monetária e cambial) assim como administrar choques externos decorrentes da crise internacional. As diretrizes do regime devem orientar a política macro para a sustentação do crescimento econômico .	O regime macro deve prover estabilidade macroeconômica , entendida não somente como estabilidade de preços, mas também das taxas de retorno da economia (juros e lucros) e da taxa de câmbio. Dois objetivos adicionais são a busca por juros baixos e pelo câmbio competitivo. Esses tem como finalidade última o desenvolvimento do financiamento de longo prazo e da competitividade sistêmica .

A primeira tarefa do regime macroeconômico desenvolvimentista é orientar a política macro para uma atuação anticíclica. O pressuposto implícito nessa tarefa é que o modo de produção capitalista tem mecanismos cíclicos endógenos e tende a gerar crises periódicas⁵. Essas crises são da natureza do sistema capitalista cujas decisões de produção são feitas sob incerteza e a realização da produção pode esbarrar na insuficiência de demanda. Esse caráter cíclico é amplificado pelo setor financeiro que acelera a acumulação capitalista através do sistema de crédito e do mercado de capitais. Conforme tratado em Minsky (1986), os períodos de *boom* econômico tendem a aumentar a produção e simultaneamente fragilizar as estruturas financeiras, desenvolvendo as condições para uma crise futura⁶.

Diante disso, o regime macroeconômico deve ter a flexibilidade e os incentivos suficientes para permitir uma atuação anticíclica da política macro. Essa atuação deve ser orientada para sustentação do crescimento econômico de forma a permitir o avanço das transformações estruturais inerentes ao projeto desenvolvimentista. Para isso, a orientação do gasto público é estratégica, pois é uma fonte autônoma de demanda agregada. Ou seja, as diretrizes do regime fiscal devem contemplar o uso anticíclico dessa variável de forma a amenizar a contração periódica do gasto privado, assim como administrar choques externos decorrentes da crise internacional. As variáveis de câmbio e juros também devem ser mobilizadas para a atuação anticíclica uma vez que essas

5 Aqui se segue a tese geral de Marx, Keynes, Schumpeter e Kalecki de que as forças de mercado não são harmônicas, a economia capitalista é inerentemente instável e tende a gerar ciclos e crises.

6 “A decision to invest – to acquire capital asset – is always a decision about a liability structure.” (MINSKY, 1986: 172). A partir do processo de endividamento, a instabilidade econômica decorre da reversão das expectativas dos agentes e das mudanças nas condições de financiamento.

alteram os parâmetros de competitividade da economia brasileira, as condições de financiamento e, não menos importante, os balanços dos agentes e, portanto, sua saúde financeira⁷.

A segunda tarefa fundamental do regime macro é criar um ambiente macroeconômico favorável ao investimento produtivo. Nesse ponto, é necessário estabelecer uma ligação entre o ambiente macro e o ambiente microeconômico. A importância do primeiro decorre da forma em como ele condiciona o processo de tomada de decisões dos agentes no plano micro e estabelece as macrocondições de competição que são mais ou menos favoráveis ao investimento produtivo (COUTINHO, 2005). Como exemplo, o cálculo de risco e retorno de um investimento empresarial depende da influência do binômio câmbio-juros. A perspectiva de crescimento econômico sustentado é outro fator que estimula os instintos empresariais para o investimento.

Outro exemplo relevante para o caso brasileiro, é o de uma política monetária caracterizada por taxas de juros altas e voláteis. No plano microeconômico ela, por um lado, exacerba a preferência dos agentes pelas formas líquidas de riqueza em detrimento do investimento instrumental e, por outro lado, impede o desenvolvimento do financiamento de longo prazo em bases voluntárias pelo sistema financeiro privado, ambas contribuindo para deprimir o investimento (CARNEIRO, 2002).

Nesse sentido, o regime macro deve prover a estabilidade macroeconômica, entendida não somente como estabilidade de preços, mas também das taxas de retorno da economia (juros e lucros) e da taxa de câmbio. A busca por uma taxa de juros baixa e por uma taxa de câmbio competitiva devem ser dois objetivos adicionais e voltados para permitir o desenvolvimento do financiamento de longo prazo e os ganhos de competitividade do setor produtivo. Além disso, esse ambiente macroeconômico deve igualmente favorecer a alocação da riqueza no investimento em ativos instrumentais em detrimento de ativos de alta liquidez.

Por fim, um ambiente macroeconômico positivo e estável também favorece o planejamento de longo prazo e a discussão do desenvolvimento econômico, ao contrário da instabilidade macro que concentra esforços em agendas de estabilização que são inerentemente de curto prazo deixando para segundo plano as transformações estruturais necessárias.

“A urgência das questões conjunturais, ou a “instabilidade macroeconômica inibidora da reflexão sobre o desenvolvimento” (na feliz expressão de Ricardo Bielschowsky), características das décadas de 1980 e também de 1990, vai aos poucos cedendo espaço para reflexões de prazo mais longo, a envolver temas e opções mais estruturais, e a configurar novos alinhamentos entre autores e escolas de pensamento.” (BIANCARELI, 2012: 726).

⁷ As taxas de juros e de câmbio são estratégicas nos momentos de crise, principalmente pelo seu impacto sobre os estoques de passivos e ativos. Kregel (1998) insere a taxa de câmbio no modelo minskyano e conclui para o caso da crise da Ásia de 1997 que a desvalorização cambial, somada ao aumento de juros, foi elemento crucial para o descasamento de balanço dos agentes e o aprofundamento da crise.

3. Regime macro brasileiro: descrição, pressupostos teóricos e avaliação crítica

3.1 Regime de câmbio flutuante

3.1.1 *Descrição*

O regime de câmbio brasileiro pode ser classificado como flutuante a despeito das intervenções no mercado de câmbio e das demais medidas regulatórias de política cambial. Na literatura econômica não há consenso quanto à definição dos regimes de câmbio. De acordo com a atual taxonomia do FMI, o regime de câmbio flutuante é aquele onde a taxa de câmbio é “amplamente determinada pelo mercado”. Essa definição pressupõe um julgamento qualitativo e pode dar margem a diferentes interpretações⁸. Tal grau de subjetividade permite que regimes de câmbio com alto grau de atuação do governo (intervenções, controles de capitais, medidas regulatórias) possam ser classificados como flutuantes. Nesse contexto, a alegação de que o governo não segue metas explícitas para a taxa de câmbio pode bastar para classificar o regime como flutuante.

Ainda segundo o FMI (2009), uma vez identificado como flutuante, o regime de câmbio pode ser classificado como *flutuação livre* caso não tenha havido intervenções nos últimos seis meses, com exceção de intervenções limitadas com o objetivo de resolver condições de desordens no mercado⁹. Portanto, o regime de flutuação livre, que não se aplica ao caso brasileiro recente é um subconjunto da categoria regime de câmbio flutuante.

Essa definição de regime de câmbio flutuante não é única, nem tampouco a definitiva¹⁰. Em 2009, o FMI alterou sua taxonomia para atender as novas condições do sistema monetário internacional no pós-crise. Antes de 2009, a instituição classificava como *flutuação independente* o regime cambial que não fazia uso de nenhum tipo de intervenção por parte do governo e de *flutuação administrada* aquele onde as autoridades monetárias buscavam influenciar a taxa de câmbio sem um alvo específico (HABERNEIER *et al.*, 2009)¹¹. Para a instituição, o aumento do grau de intervenção nos regimes de câmbio no pós-crise e a recusa dos Estados Nacionais em aceitar tipos mais “intervencionistas” de classificação estão na origem da mudança:

“As the number of countries more actively managing their exchange rate has again increased in recent years, many have resisted a reclassification as managed floats or fixed pegs. This has posed significant operational problems: the distinction between independent floating and managed floating under the

8 Os critérios para a classificação são definidos da seguinte forma pela instituição: “The observed behavior of the exchange rate, complemented by information on the monetary and foreign exchange policy actions taken by country authorities (notably intervention), allow for a judgment to be made in most cases as to whether the exchange rate is determined primarily by market forces or by official policy actions.” (HABERNEIER *et al.*, 2009: 8)

9 “The definition allows for 3 instances of intervention, each lasting no more than 3 business days. Normally, disorderly market conditions last for only 1 or 2 days.” (HABERNEIER *et al.*, 2009: 8)

10 Para Frankel (2003) o regime de flutuação administrada é aquele onde o governo intervêm, mas não tem nenhuma meta explícita. Para a discussão sobre os regimes de câmbio ver De Conti (2007).

11 Nos livros textos de economia é comum encontrar a taxonomia “flutuação suja” para esse tipo de regime. Essa terminologia carrega consigo um julgamento ideológico no termo “sujo” como se a livre flutuação fosse o regime de câmbio “limpo”.

existing classification system relied too heavily on judgment; and many countries have objected to a change in classification from a managed float to a fixed peg, arguing that they have no commitment to defending a particular level of the exchange rate.” (HABERNEIER *et al.*, 2009: 6)

3.1.2 Pressupostos teóricos

Em um contexto de abertura financeira, a defesa das taxas de câmbio plenamente flutuantes passa por uma hipótese fundamental, a saber, a de que os fluxos financeiros internacionais levam a taxa de câmbio necessariamente ao equilíbrio macroeconômico. Ou seja, argumenta-se que a flutuação cambial tende a estabilizar a taxa de câmbio real efetiva em um patamar de equilíbrio dos preços domésticos *vis-a-vis* os preços internacionais e as variações da taxa de câmbio respondem a mudanças de produtividade entre as diferentes economias¹².

Para Friedman (1953), um sistema de taxas de câmbio plenamente flexíveis funciona com estabilidade e as mudanças nas taxas de câmbio ocorrem de forma automática e contínua para corrigir pequenas distorções antes do acúmulo de tensões e do desenvolvimento de crises¹³. Para ele, uma alta volatilidade cambial em um sistema de câmbio flutuante só é possível quando existem instabilidades causadas por mudanças nos fundamentos ou por políticas econômicas equivocadas.

Um dos aspectos notáveis da defesa da flutuação cambial é o argumento de Friedman (1953) que a especulação no mercado de câmbio seria estabilizadora. A defesa de Friedman da especulação se assentava em bases extremamente simples: a especulação deve ser estabilizadora para ser lucrativa uma vez que o especulador é aquele que compra quando o preço está baixo e vende quando o preço está alto, evitando desvios do preço de equilíbrio. Dessa forma, *ceteris paribus*, a especulação reduz a frequência e a amplitude das flutuações de preços. Por outro lado, a especulação é desestabilizadora apenas se os especuladores estiverem perdendo dinheiro, já que para isso eles devem, na média, comprar quando o preço está alto e vender quando o preço está baixo (FRIEDMAN, 1953).

Nessa passagem, Hart e Kreps (1986) usam argumentos tão simples quanto os de Friedman para apontar com precisão um dos problemas da construção teórica desse último:

“It is sometimes asserted that rational speculative activity must result in more stable prices because speculators buy when prices are low and sell when they are high. This is incorrect. Speculators buy when the chances of price appreciation are high, selling when the chances are low.” (HART e KREPS, 1986: 927)

12 Na origem desses argumentos está o pressuposto que os fluxos financeiros auxiliam a convergência ao equilíbrio cambial dado pela teoria da paridade de poder de compra que, por sua vez, pressupõe o equilíbrio intertemporal em conta corrente.

13 Na defesa do câmbio flexível, Friedman (1953) usa o “horário de verão” como metáfora para o ajustamento da taxa de câmbio. Segundo ele é muito mais fácil mudar o horário do que todas as pessoas individualmente adaptarem sua rotina às condições de luz do dia, da mesma forma como é mais fácil alterar a taxa de câmbio do que a estrutura de preços internos de uma economia.

Ao longo desse debate tornou-se claro que a validade da proposição da especulação estabilizadora é restrita a um modelo ideal onde devem ser contemplados três pressupostos: (1) o equilíbrio deve ser único, (2) os agentes devem ter informações suficientes para reconhecer a taxa de equilíbrio, (3) os agentes devem acreditar que a taxa atual vai inevitavelmente ajustar para o equilíbrio (KRAUSE, 1991: 45)¹⁴.

Uma crítica substancial à livre flutuação cambial é proposta pela abordagem comportamental da taxa de câmbio ao negar os agentes racionais representativos¹⁵. Para essa abordagem, os agentes têm dificuldade em coletar e processar as complexas informações com as quais eles são confrontados e, por isso, usam regras simples para guiar seu comportamento¹⁶. Periodicamente, essas regras são reavaliadas fazendo com que algumas sobrevivam e outras desapareçam, não pela irracionalidade dos agentes, mas pela complexidade do mundo em que vivem (DE GRAUWE e GRIMALDE, 2006). Essa pressuposição é observável na estratégia grafista (ou de análise técnica) usada pelos operadores do mercado de câmbio de forma difundida¹⁷. Como aponta Willianson (2008), o subproduto político das teorias comportamentais é a recomendação de regimes de câmbio intermediário:

“The implications come in whether to adopt a policy of relatively free floating. The standard model suggests that this is a good idea: The rate will normally be reasonably close to its fundamental value (or at least closer than it would be if it were managed by the government), and anyway there is not much the authorities can do about it. The behavioral model challenges both parts of that proposition. It concludes that speculative runs can cause lengthy misalignments and also that systematic intervention policy can address misalignments.” (WILLIANSO, 2008:19)

3.1.3 *Quatro motivos para uma política cambial ativa*

A despeito da redundância, vale dizer que a principal virtude do regime de câmbio flutuante é sua flexibilidade. Diante de um contexto internacional como o atual onde 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 absorvida rapidamente pela taxa de câmbio, podem gerar pressões inflacionárias e assim sobrecarregar a política monetária. Portanto, nesse contexto de instabilidade e incerteza no

14 Segundo Kindleberger (1996:31), Friedman certa vez reconheceu que a especulação estabilizadora é uma “possibilidade teórica” e não uma regra geral.

15 Mesmo considerando as expectativas racionais, há desenvolvimento teórico possível da especulação desestabilizadora como na ideia de bolhas racionais desenvolvidas por Blanchard e Watson (1982). Esses autores reconhecem os elementos de irracionalidade no mercado, mas a título metodológico preferem tratar apenas dos elementos racionais da formação de bolhas: “Some may object to our dealing with rational bubbles only. There is little question that most large historical bubbles have elements of irrationality (Kindleberger [...] gives a fascinating description of many historical bubbles). Our justification is the standard one: it is hard to analyze rational bubbles. It would be much harder to deal with irrational bubbles.” (BLANCHARD e WATSON, 1982). O texto referido pelos autores é Kindleberger (1996).

16 Essa abordagem parte dos conceitos keynesianos de incerteza e convenção.

17 No modelo de De Grauwe e Grimalde (2006), as informações sobre mudanças nos fundamentos têm um papel imprevisível sobre a taxa de câmbio. Há períodos em que as notícias têm impacto sobre o mercado e outros em que não há nenhum.

plano internacional, a institucionalização de um regime de câmbio com alguma taxa de referência (metas, bandas cambiais, etc) pode gerar desequilíbrios macroeconômicos importantes¹⁸.

Por outro lado, uma flexibilidade excessiva do regime de câmbio pode levar a distorções de diversas naturezas, uma vez que a taxa de câmbio determinada pelo mercado não é necessariamente a taxa de câmbio mais adequada ao processo de desenvolvimento econômico. Para efeito analítico, apresentam-se quatro motivos que justificam uma política cambial ativa. Esses se dividem em dois grupos, aqueles ligados à conta corrente e aqueles ligados à conta financeira. O quadro 2 apresenta esses motivos.

Quadro 2: Quatro motivos para a política cambial

Política cambial \ Motivos	Conta corrente	Conta financeira
Administração da volatilidade	1. Ciclo de preços de produtos <i>commodities</i>	1. Excessos do mercado financeiro
Administração do patamar	2. Doença holandesa	4. Carry trade.

O primeiro motivo para uma política cambial ativa é o ciclo de preços de *commodities*. Considerando o sistema de Hicks (1974) de diferenciação entre mercados “fixprice” e mercados “flexprice” tem-se que, dada à 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 bens *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 de *commodities*. Essa instabilidade é transmitida para taxa de câmbio e com isso afeta o restante da economia. Dessa forma, em países como uma pauta de exportação fortemente baseada em *commodities*, a política cambial é importante para amenizar o impacto da flutuação do preço de *commodities* na taxa de câmbio.

A existência de um setor exportador de *commodities* e recursos naturais com altas vantagens competitivas nos leva ao segundo argumento ligado à conta corrente que justifica o uso de uma política cambial ativa. Conforme explorado por Bresser-Pereira (2008), a existência desse setor tem como efeito a 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

18 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).

desenvolvimento de um setor industrial competitivo¹⁹. Nesse caso, o papel da política cambial é de evitar uma apreciação excessiva da taxa de câmbio e uma especialização da economia doméstica na produção de bens primários.

Nesses termos, os motivos ligados à conta corrente justificam a adoção de políticas cambiais para reduzir a volatilidade decorrente do ciclo de preços de *commodities* e para evitar a sobreapreciação da moeda, sintoma da doença holandesa. 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. “O caráter estabilizador desses fundos envolve diferentes aspectos que juntos buscam atenuar os efeitos cíclicos dos mercados das principais *commodities* sobre o restante da economia” (CAGNIN, *et al.*, 2008: 15).

O terceiro motivo para a política cambial é a necessidade de neutralizar as distorções temporárias ou conjunturais provocadas pelo setor financeiro. Como visto na seção anterior, o mercado financeiro não leva a taxa de câmbio necessariamente ao equilíbrio e, portanto, a política cambial tem o papel de conter os excessos do mercado financeiro evitando *overshootings* e um excesso de volatilidade da taxa de câmbio. 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 do padrão de volatilidade da taxa de câmbio e também causam processos longos de apreciação cambial intercalados com curtos e abruptos períodos de depreciação. 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. De acordo com Rossi (2012), as operações de *carry trade* foram uma pressão constante de valorização da moeda brasileira no período recente. Essa operação é um dos principais mecanismos de transmissão do ciclo de liquidez 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 altos²⁰.

19 “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)

20 “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

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. Esse padrão se repete em moedas associadas a uma alta taxa de juros, com mostram McCauley e McGuire (2009) e Kohler (2010) as moedas que mais se depreciaram no período mais agudo da última crise financeira foram aquelas que eram alvo do *carry trade*, enquanto as moedas *funding* da estratégia serviram como porto seguro dos fluxos financeiros e consequentemente apreciaram na crise²¹. A UNCTAD é outra instituição que vem abordando a problemática do *carry trade* em seus documentos, onde aponta essa estratégia de especulação como uma das causas de desequilíbrios a nível global, em trabalhos como os de Flassbeck e La Marca (2007) e UNCTAD (2007 e 2010):

“Flows moving from low-yielding, low-inflation countries to high-yielding, high-inflation countries would cause the currencies of the latter to appreciate, and provoke the paradoxical and dangerous combination of surplus economies experiencing pressures to depreciate, and deficit countries facing a similar pressure to appreciate.” (UNCTAD, 2007: 15).

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 a sujeição da moeda nacional a ciclos especulativos advindos do setor financeiro é incompatível com o desenvolvimento econômico de longo prazo.

3.2 Regime de metas fiscal primária

3.2.1 Descrição

O regime fiscal de superávit primário é aquele que estabelece metas para o resultado fiscal do setor público considerando suas despesas não financeiras²². A exclusão dos gastos líquidos com juros se explica pela ausência de controle direto da autoridade fiscal sob a conta de juros, ou seja, o pagamento de juros é um dos componentes do orçamento fiscal que não pode ser alterado sem

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)

21 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*.

22 O conceito primário corresponde ao resultado nominal menos os gastos líquidos com juros, ou ainda, à variação nominal da dívida líquida, deduzidos os ajustes patrimoniais efetuados no período, o impacto da variação cambial sobre os passivos e os juros nominais, incidentes sobre a dívida líquida.

rompimento de contratos no caso de um ajuste fiscal²³. A ideia dessa regra fiscal é corrigir incentivos e conter pressões para o excesso de gasto de forma a garantir a responsabilidade fiscal. No entanto, o objetivo da meta fiscal, não é a meta em si, mas o de dar sustentabilidade à dívida pública e assim evitar problemas de solvência do setor público.

A relação matemática entre o superávit primário e a sustentabilidade da dívida no longo prazo é dada pela equação abaixo, originalmente apresentada por Domar (1944)²⁴:

$$(1) s = (r - g) * d$$

Onde s é o superávit primário necessário para estabilizar a dívida, r é a taxa de juros real implícita na dívida líquida, g é a taxa de crescimento econômico real e d é a dívida pública líquida sobre o produto. Quanto maior o crescimento econômico e menor a taxa de juros real, menor será o superávit necessário para estabilizar a dívida pública. E quanto maior a dívida pública maior o superávit necessário para estabilizá-la. Nessa equação, o conceito de sustentabilidade da dívida se traduz em uma meta quantitativa de superávit fiscal que se aplica aos modelos de longo prazo onde um superávit menor do que o necessário pode levar a uma trajetória explosiva da dívida pública.

No entanto, para análise de curto e médio prazo, o conceito de sustentabilidade da dívida assume uma forma mais subjetiva. Primeiramente, porque a solvência do Estado não depende apenas do seu patamar de endividamento, mas de sua capacidade de honrar sistematicamente os seus pagamentos²⁵. Um determinado patamar de dívida pode ser considerado bom para um país e ruim para outro, dependendo de seus aspectos institucionais, da confiança dos investidores, do compromisso público em honrar a dívida, etc²⁶.

Adicionalmente, os aspectos qualitativos do endividamento público também devem ser considerados para a análise da sustentabilidade. Eles estão omitidos na equação (1) que pressupõe a neutralidade do efeito das variações patrimoniais da dívida líquida no longo prazo. Esses ajustes patrimoniais dependem da composição dos ativos e passivos públicos e refletem, por exemplo, o efeito das variações da taxa de câmbio que no caso brasileiro impacta principalmente no valor dos estoques de ativos público e, portanto, no valor da dívida líquida. Além disso, também dependem das variações da taxa de juros que remuneram os ativos e passivos públicos, que altera o parâmetro r da equação (1).

23 Na verdade há uma série de gastos que não estão diretamente sob o controle das autoridades fiscais, como os compromissos constitucionais diversos (previdência social, etc).

24 Para a aritmética dessa equação, ver Carvalho (2010).

25 Nesse contexto, a abordagem de Minsky (1986) advoga que a instabilidade financeira advém da falta de capacidade de honrar os fluxos e não do estoque em si. A solvência não é só um problema de estoques, mas da relação entre as despesas financeiras e a receita líquida e da capacidade de refinanciamento.

26 Carneiro e Rossi (2012) mostram como o pagamento de juros também pode estar descolado do estoque da dívida. Para a média do período entre 2004 e 2008, o Brasil apresentou uma dívida líquida média de 45% do PIB e um pagamento de juros médio da ordem de 6,5% do PIB, enquanto o Japão pagou menos de 1% do PIB de juros para uma dívida líquida de 87% do PIB.

Em síntese, o regime de meta para superávit primário tem como objetivo limitar a discricionariedade fiscal da ação pública e assegurar a sustentabilidade da dívida no longo prazo. Com relação a esse último ponto, o superávit primário é uma das variáveis importantes para a sustentabilidade da dívida, juntamente com o crescimento econômico, a taxa de juros real e a composição da dívida que determinará a direção e a intensidade das variações patrimoniais.

3.2.2 *Pressupostos teóricos*

O regime de metas fiscais tem origem na teoria novoclássica que radicaliza a crítica empenhada por Friedman e pelo monetarismo ao papel da política fiscal na garantia do crescimento e do emprego. Essa teoria se assentou sobre uma série de novos pressupostos como a hipótese do “*market clearing*” oriunda da tradição walrasiana de equilíbrio simultâneo em todos os mercados, onde estão implícitas as hipóteses da concorrência perfeita, da plena e perfeita flexibilidade de preços e salários e de que todos os agentes são tomadores de preço. Com estes pressupostos conclui-se que não há espaço para o desemprego involuntário e que os salários se ajustam de forma a garantir a taxa natural de desemprego²⁷.

Essas hipóteses, somadas ao pressuposto das expectativas racionais²⁸ serviram de base para o modelo de equivalência ricardiana, proposto por Barro (1974)²⁹. Esse modelo propõe que o endividamento do governo é percebido pelos agentes como um aumento futuro de impostos. Diante disso, os agentes reagem aumentando sua poupança no exato montante do déficit público empreendido. Ou seja, o impacto do déficit público e da política fiscal é neutro sobre a economia e o financiamento da despesa pública por dívida pública é equivalente ao financiamento por impostos.

A recomendação política que deriva da teoria novo clássica é que o governo deve ficar sujeito à uma restrição orçamentária intertemporal de forma a perseguir um equilíbrio fiscal permanente. Ademais, dada à importância das expectativas dos agentes e da sua capacidade preditiva, a transparência na definição e gestão do regime econômico é de crucial importância. O objetivo é sinalizar aos agentes os movimentos das autoridades e com isso reduzir a instabilidade do sistema derivada de políticas não antecipadas. Por conta disso, as autoridades devem buscar conquistar a confiança dos agentes privados e evitar discontinuidades que causem distúrbios

27 Lucas, em entrevista, atribui o desemprego à rejeição de empregos mal remunerados: “When we are unemployed it is because we think we can do better.” (SNOWDON & VANE, 2005; 290)

28 As expectativas racionais pressupõem que todos os agentes utilizam toda informação disponível de forma a maximizar sua utilidade ou seu lucro. Ou seja, todos os agentes, de forma homogênea, possuem a mesma informação (não há assimetria de informação) e processam esta mesma informação como se eles tivessem o mesmo modelo matemático de otimização. Note que a causalidade do raciocínio novo-clássico vai do plano micro para o plano macro, da racionalidade dos agentes para o comportamento otimizador e assim para o equilíbrio macro.

29 Tanto Robert Barro quanto a ideia de equivalência continuam vivos no debate econômico atual, como mostrado em Barro (2013) sobre o *fiscal cliff* americano.

econômicos. Portanto, o receituário novoclássico coloca em pauta a questão da meta fiscal e da credibilidade como premissa fundamental da condução da política econômica (LOPREATO, 2011).

Essa concepção, que está na origem do regime de metas fiscal, se contrapõe à visão de Keynes sobre a gestão da política fiscal. Em linhas gerais, ambas compartilham a visão da necessidade de gestão responsável da dívida pública e da inadequação da existência de déficits públicos permanentes, entretanto, Keynes advoga pelo uso da política fiscal para a gestão da demanda agregada no curto prazo³⁰. Política fiscal aqui não significa déficits públicos, mas política de gastos expansionista que não necessariamente resulta em déficits, porque o próprio crescimento da renda pode levar a um aumento da arrecadação de impostos (CARVALHO, 2008)³¹.

Para a gestão da política fiscal, Keynes propõe dois orçamentos do governo. O primeiro destinado para as despesas correntes e o segundo seria usado de forma estratégica pelo Estado para evitar as flutuações econômicas. O orçamento corrente deveria estar sempre em equilíbrio, enquanto que o orçamento de capital funciona como estabilizador de longo-prazo da economia e seria contido nos momentos de *boom* e usado com vigor nos momentos de recessão:

"The capital budget was conceived as producing the long-term level of investment associated with stable income and full employment: 'the capital budgeting is a means of attempting to cure disequilibrium if and when it arises'"(KEYNES, 1971b: 353)

Para Kregel (1985), a proposta de Keynes ao formular os dois orçamentos não era o de facilitar o déficit público. Segundo o autor, "Keynes viewed budget deficits as the direct result of failure to achieve stable full employment" (KREGEL, 1985: 32). Nesse sentido, o principal objetivo da política de Keynes era de estabilização do investimento, dado que este era considerado pelo autor como a causa última da determinação do produto³².

3.2.3 *Meta fiscal e a política anticíclica*

Da breve discussão teórica apresentada desponta a seguinte dúvida: seria o regime de meta fiscal primária compatível com uma gestão keynesiana da política fiscal? Evidentemente que as duas teorias apresentadas não convergem, no entanto, não se pode estabelecer uma relação direta entre a institucionalidade do regime de superávit primário e a teoria que o inspirou. Nesse sentido, propõe-se que há espaço para compatibilização entre superávit primário e a gestão keynesiana da política fiscal contanto que um ponto específico do regime de metas fiscal seja aperfeiçoado: a

30 Para Keynes não há mecanismo automático de ajuste para o pleno emprego, nesse sentido, a política fiscal deve ocupar o espaço deixado sempre que a demanda efetiva for insuficiente.

31 "Além disso, o crescimento da renda leva também a um crescimento da poupança e, com ela, ao aumento da demanda por títulos, inclusive os de dívida pública, financiando-se assim de forma não inflacionária o déficit restante." (CARVALHO, 2008: 7)

32 A propósito dos dois orçamentos: "is to present a sharp distinction between the policy of collecting in taxes less than the current non-capital expenditure of the State as a means of stimulating consumption and the policy of the Treasury's influencing public capital expenditure as a means of stimulating investment" (KEYNES, 1971b: 406)

institucionalização da política anticíclica no regime. Nesse contexto, a questão central deriva da relação entre o ciclo econômico e a política fiscal.

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 fiscal³³. 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.

Nesse contexto específico, a busca pelo cumprimento da meta fiscal 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 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 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 por um modelo de longo prazo, desconsiderando o ciclo econômico e a relação de endogenia entre o gasto público e o crescimento.

33 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).

Há, no entanto, duas formas de neutralizar esse problema e conciliar o regime de metas fiscais 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 previsto³⁴. 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 público³⁵. 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 econômico³⁶.

3.3 Regimes de metas de inflação

3.3.1. Descrição

Em sua definição mais ampla, o regime de metas de inflação é caracterizado como uma estratégia de condução da política monetária na qual a autoridade monetária se compromete a perseguir uma meta para inflação, explicitamente anunciada, em um determinado período de tempo. Como argumenta Modenesi (2005), não é correto classificar esse regime como uma regra, uma vez que ele constitui uma estratégia híbrida, entre a discricionariedade e a regra, onde há algum grau de liberdade para o manejo dos instrumentos de política monetária sendo a meta de inflação um objetivo a ser seguido.

Essa definição de regime de metas de inflação abrange diversos enquadramentos institucionais e formas de gestão do regime. Dentre as principais características do desenho institucional de um regime de metas de inflação estão: 1) o formato da meta, que pode ser pontual ou com bandas, nesse último caso ainda há a alternativa de se ter, ou não, uma meta central, 2) a escolha do índice, que pode ser um índice cheio ou um núcleo de inflação, 3) o horizonte temporal

34

35 “Even when such investments are financed by deficits, they may reduce the national debt in the long run, because of the increased tax revenue that they generate.” (STIGLITZ, 2011: 632)

36 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.

da meta, que determina o período para o qual a meta deve ser cumprida³⁷ e 4) os instrumentos de política monetária usados para operacionalização do sistema.

Argumenta-se que o regime de metas de inflação não pode ser combinado com outras metas, como metas para câmbio ou crescimento³⁸. Esse argumento é verdadeiro quando se considera exclusivamente o uso da taxa de juros como instrumento de política. No entanto, o uso de mais de um instrumento permite atingir mais de uma meta. Por exemplo, o uso de controles de capital reduz o impacto da taxa de juros na taxa de câmbio e permite que instrumentos de política cambial se ocupem do manejo da taxa de câmbio enquanto que os juros (e outros instrumentos) ganham autonomia para buscar a meta de inflação. Para Ostry *et al.* (2012: 3), “intervention in the foreign exchange (FX) market is likely to be optimal even under an Inflation Targeting regime.”

No que se refere à gestão do regime de meta, há o modelo de gestão “estrito” onde a meta de inflação é o objetivo o único e exclusivo do banco central e o modelo “flexível” onde outras variáveis, como o produto, são consideradas (FARHI, 2007)³⁹. Após a crise de 2008, um número grande de países escolheu o caminho da flexibilização da gestão do regime de metas dentro do mesmo quadro institucional:

“In practice, the rhetoric exceeded the reality. Few central banks, if any, cared only about inflation. Most of them practiced “flexible inflation targeting,” the return of inflation to a stable target, not right away, but over some horizon. Most of them allowed for shifts in headline inflation, such as those caused by rising oil prices, provided inflation expectations remained well anchored. And many of them paid attention to asset prices (house prices, stock prices, exchange rates) beyond their effects on inflation and showed concern about external sustainability and the risks associated with balance sheet effects. But they did this with some unease, and often with strong public denial.” (BLANCHARD *et al.*, 2010: 4)

3.3.2 Pressupostos teóricos

O regime de metas de inflação ocupa o espaço deixado pela falha dos regimes monetaristas de regras monetárias. Esse último regime, muito comum nas décadas de 1970 e 1980, restringia a discricionariedade da política monetária ao estabelecer metas para o crescimento dos agregados monetários. O fracasso desses regimes decorreu sobretudo da imprevisibilidade da velocidade de circulação da moeda. Como argumenta Herr e Kazandziska (2011), a tentativa de controle dos agregados monetários não teve o impacto esperado nos níveis de preços e ainda levou a uma volatilidade muito grande da taxa de juros de curto prazo. A despeito de seu abandono, esse regime

37 “Alguns países utilizam um sistema conhecido como janela móvel (*rolling window*), no qual o cumprimento da meta é avaliado todo mês, considerando a inflação acumulada em um determinado número de meses (normalmente 12). Uma terceira alternativa, tal como ocorre na Austrália, é não fixar horizonte fixo, mas considerar que as metas devem ser alcançadas em média ao longo do tempo.” (BCB, 2012: 11).

38 Ver, por exemplo, BCB (2012: 7): “No regime de metas para a inflação, cuja ação se baseia no controle de apenas um instrumento, a taxa de juros de curto-prazo, não se podem atribuir à política monetária metas adicionais para o câmbio ou o crescimento econômico.”

39 “A maioria dos modelos de metas de inflação mostra que quanto mais estrita for a gestão da política monetária, mais variável será o produto e mais instável será a taxa de juros.” (FARHI, 2007 : 41)

deixou como herança a importância da definição de regras para busca por uma inflação baixa e estável que restrinjam a discricionariedade da política monetária⁴⁰.

As hipóteses básicas que fundamentam a proposição do modelo de metas de inflação são originárias da teoria novoclássica e novokeynesiana. Essas duas teorias convergem no argumento de que a política monetária não afeta o produto no longo prazo e para a existência de uma taxa de crescimento natural dado pela curva de oferta de longo prazo. Decorre disso, que a moeda é neutra, a política monetária tem um viés inflacionário e é ineficaz para afetar as variáveis reais no longo prazo. Também é de acordo comum a necessidade de uma institucionalidade onde a transparência e a credibilidade das autoridades monetárias sejam pontos de suma importância⁴¹.

A análise de curto prazo diferencia as teorias novoclássicas e novokeynesiana. Para essa última, a política monetária tem efeito sobre o produto e o controle da demanda agregada é o mecanismo pelo qual a política monetária afeta os preços. Diante disso, o manejo do regime de metas de inflação em uma perspectiva novokeynesiana deve seguir uma regra (regra de Taylor) que estipula a taxa nominal de juros necessária para adequar o produto corrente com o produto potencial, compatível com a curva de oferta de longo prazo⁴².

Note que a gestão da demanda agregada e o efeito sobre o produto é um objetivo intermediário para afetar um objetivo maior: a estabilidade de preços. Nessa perspectiva, o papel da política monetária é exclusivamente o controle de preços e não a aceleração do crescimento. Em síntese, nessa visão, uma inflação baixa e estável é praticamente suficiente para garantir uma taxa natural de crescimento econômico, determinada exógenamente pelas condições de oferta.

O amparo teórico para o uso da taxa de juros e de outros instrumentos de política monetária para fins outros que a estabilidade de preços pode ser encontrado na teoria keynesiana⁴³. Para Keynes e a corrente pós-keynesiana a eficácia da política monetária em alterar as variáveis reais depende do impacto dessa na decisão de alocação de *portfolio* dos agentes econômicos. Considera-se estratégica a decisão empresarial de investimento que está condicionada à avaliação de duas características fundamentais dos ativos: a rentabilidade esperada e a liquidez.

40 “A opção pela definição de regras fundamenta-se na crença de que o sistema econômico é autorregulado, basicamente estável e tende ao equilíbrio” (FREITAS, 2012: 178)

41 Para Keynes, a transparência ajuda a diminuir a incerteza inerente ao funcionamento do sistema, que tem relação direta com a preferência pela liquidez dos agentes. Nesse sentido, uma política monetária que sinalize que as taxas de juros serão baixas no futuro contribui para que a riqueza alocada na forma líquida seja transferida para o investimento produtivo. “I think also that a great publicity of all kinds will lead to better understanding by the market of what the [Central] Bank’s intentions are, and that will facilitate those intentions being carried into effect quicker and with more certainty.” (KEYNES, 1971a: 263) Adicionalmente, “a política monetária não deve ser operacionalizada por políticos, mas, sim, por especialistas na forma de um banco central “independente”.” (ARESTIS *et al.*, 2009: 4).

42 “Recall that, in the new consensus view, targeting lower rates of inflation only had negative short-run effects on the rate of growth of the economy. In the long run, the economy is back to its given natural rate of growth.” (LAVOIE, 2006: 188)

43 Algumas correntes keynesianas acreditam que a política monetária não seja eficaz para alterar o produto, como os keynesianos horizontalistas e aqueles ligados à síntese keynesiana. Para uma análise dessa discussão, ver Carvalho *et al.* (2001).

Dentre o espectro de ativos considerado pelos investidores estão os investimentos instrumentais (máquinas, por exemplo) e os títulos públicos. Logo, ao alterar a taxa de juros que remunera os títulos públicos, a política monetária altera os parâmetros de avaliação de investimento e, com isso, pode impactar a taxa de investimento e no produto. Nesse sentido, uma queda da taxa de juros potencialmente aumenta a demanda pelo investimento produtivo enquanto um aumento na taxa de juros tende a provocar o efeito contrário.

Nesse aspecto, o ponto que diferencia o tratamento de Keynes das questões monetárias é que o investimento produtivo e financeiro podem ser concorrentes, enquanto em outras correntes do pensamento o investimento financeiro tem uma correspondência necessária e equivalente na esfera real⁴⁴. Para Keynes (1930), a circulação financeira potencialmente retira liquidez monetária da circulação industrial prejudicando o investimento produtivo. Dessa forma, uma política monetária pode elevar a taxa de crescimento ao persuadir os agentes econômicos a migrar a sua riqueza de ativos líquidos para ativos ilíquidos, de investimentos financeiros para investimentos produtivos.

No entanto, a relação entre a política monetária e a variação do investimento não é direta, mas mediada pela preferência pela liquidez (KEYNES, 1936). Ou seja, uma variação na taxa de juros de curto prazo pode não produzir efeitos uma vez que a alocação da riqueza pelos agentes é um cálculo subjetivo e está sujeita a formação de expectativas sob incerteza. No caso de uma política monetária expansionista em um ambiente de alta preferência pela liquidez, os efeitos sobre o produto são limitados, uma vez que os agentes preferem manter sua riqueza sob a forma líquida mesmo com novos parâmetros de rentabilidade.

Nesse sentido, em uma visão compatível com Keynes, o regime de metas de inflação deve mirar não somente a evolução dos preços de bens, mas também atentar para a evolução dos preços de ativos financeiros para estimular o investimento produtivo e ao mesmo tempo evitar o desenvolvimento de bolhas em preços de ativos⁴⁵. Ademais, uma vez que a política monetária potencialmente tem efeito sobre o produto, a meta de inflação não pode ser um objetivo exclusivo de política econômica, mas deve ser combinado a política para o crescimento econômico. Ou seja, o regime de metas de inflação é compatível com a teoria de Keynes desde que se tenha em vista a administração do *trade off* inflação e crescimento⁴⁶.

44 A abordagem de Marx (1985) do capital financeiro também pressupõe um conflito, ou uma contradição, entre a esfera produtiva e financeira. “Marx, como Keynes, desvendou no capitalismo a possibilidade de acumulação de riqueza abstrata, desvinculada dos incômodos da produção material. Para eles, tal ambição não é sintoma de deformação, mas de aperfeiçoamento da “natureza” do regime de capital.” (BELLUZZO, 2005: 8)

45 “The standard view was that markets could manage risk on their own; low and stable inflation was necessary and almost sufficient to obtain a low output gap, and perhaps even ensure high growth. Because of the belief in the efficiency of markets, there was hesitancy by central banks to use the full arsenal of tools in their toolkit—including regulations that could have dampened or perhaps even prevented the bubble.” (STIGLITZ, 2011: 630)

46 Para Lima e Setterfield (2008), a meta de inflação é compatível com perspectiva pós-keynesiana (sem prejuízos à economia real) desde que o seja escolhido o *mix* adequado de política econômica. Para os autores, quanto mais a política monetária tiver um formato e uma gestão ortodoxa e/ou uma orientação básica de privilegiar o controle da

3.3.3 *Desenvolvimento econômico e metas de inflação*

O regime de metas de inflação tem como vantagem 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 ancora cambial⁴⁷. Essa flexibilidade se aplica à possibilidade de diferentes formas de institucionalização do regime e de gestão do mesmo. A análise que segue põe em discussão a gestão do regime de metas de inflação e aponta para necessidade de uma maior flexibilidade dessa frente a processos de transformações estruturais da economia, característicos do desenvolvimento.

A gestão do regime de metas, conforme o receituário novokeynesiano, 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 reais⁴⁸. Adicionalmente, o processo de redistribuição de renda também resulta em mudanças do lado da demanda, uma vez que entrada de novas classes de consumo amplia o mercado e exige adaptações nas condições da oferta que podem levar tempo⁴⁹.

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 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 expanda ou incentive

inflação em relação às outras variáveis macroeconômicas, mais adversas serão suas consequências para a estabilidade econômica.

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

48 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)

49 Esse processo está associado ao eixo de expansão do mercado interno de consumo de massa proposto por Bielschowsky (2012: 738): “Nos últimos anos, ocorreu no país uma forte expansão do mercado de consumo de massa, segundo mostram inequívocas evidências. São quatro, ao que tudo indica, as principais causas: i) rápido aumento na massa salarial, por volume de emprego e elevação dos rendimentos do trabalho; ii) transferências de renda à população pobre, por efeito de políticas sociais como o impacto do aumento do salário mínimo sobre as pensões e o “Bolsa Família”; iii) estabilidade ou queda nos preços dos bens industriais de consumo popular por valorização cambial e por importação de bens da China e da Ásia; iv) forte ampliação do crédito ao consumo e acesso da população de baixa renda ao mesmo.”

o investimento em setores estratégicos, tem um papel importante 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-se as exportações industriais e o investimento produtivo.

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 tenha impacto importante no índice de inflação, o imposto à exportação é uma alternativa. Esse 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 retrain a oferta, logo, reforça as causas da inflação⁵⁰. Ou seja, a contração monetária pode afetar a demanda agregada, reduzindo o crescimento sem afetar a causa originária da inflação⁵¹. 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 é adequado para o projeto desenvolvimentista 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

50 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).

51 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.

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.

4. Considerações finais

Como proposto nesse artigo, a concepção do regime macroeconômico em um projeto desenvolvimentista deve ter duas tarefas: 1) orientar a política macro para uma atuação anticíclica e 2) criar um ambiente macroeconômico favorável ao investimento produtivo. Nessa concepção, a atuação da política macro deve centrar na sustentação do crescimento econômico e o manejo dessas políticas deve estar condicionado pela busca de dois objetivos adicionais: o desenvolvimento do financiamento de longo prazo em bases espontâneas e os ganhos competitividade para o setor produtivo. Essas tarefas devem se articular de forma reforçadora com outras políticas de desenvolvimento (como a política industrial, política de investimento público, política tecnológica, políticas de infraestrutura, política salarial, etc.) e fazer parte do planejamento do desenvolvimento.

A análise dos regimes de câmbio flutuante, de meta fiscal primária e de metas de inflação mostra que os pressupostos teóricos que dão substrato aos mesmos não convergem com o projeto desenvolvimentista. Esse regime macroeconômico foi originalmente concebido para impor limites à discricionariedade da atuação do Estado e submeter às 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 se mostrado flexível na gestão política.

Nesse sentido, avaliou-se que o atual quadro institucional macroeconômico pode ser flexível o suficiente para acomodar um projeto de desenvolvimento, onde o Estado tem papel de indutor. Essa análise é otimista quanto à adequação do modelo em linhas gerais, mas também é propositiva quanto aos aperfeiçoamentos que o modelo deve sofrer e quanto às diretrizes da política macro mais adequadas ao projeto desenvolvimentista. Ou seja, a institucionalidade dos regimes de câmbio flutuante, meta fiscal primária e meta de inflação podem se acomodar ao projeto desenvolvimentista considerando alguns aprimoramentos apontados ao longo do texto, mas sem rupturas institucionais.

Referências Bibliográficas

ARESTIS, P., DE PAULA, L.F & FERRARI, F. (2009) A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil, *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 18, n. 1 (35), p. 1-30, abr. 2009.

- BASTOS, P. P. (2012) A economia política do novo-desenvolvimentismo e do social desenvolvimentismo, *Economia e Sociedade*, Campinas, v.21, Nº Especial, dez 2012.
- BARRO, R. (1974) Are government bonds net wealth? *Journal of Political Economy*, Nov./Dec.
- BARRO, R. (2013) [Lessons from the Fiscal Cliff](http://www.project-syndicate.org/commentary/cutting-fiscal-deficits-by-shrinking-government-by-robert-j--barro), *Project Syndicate*. Disponível em <<http://www.project-syndicate.org/commentary/cutting-fiscal-deficits-by-shrinking-government-by-robert-j--barro>>
- BCB (2012) Regime de Metas para a Inflação no Brasil, Série Perguntas mais frequentes.
- BELLUZZO, L.G. (2005) Prefácio, Em CHESNAIS, F. (Org) *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências*, São Paulo: Boitempo.
- BIANCARELI, A. (2012) Economia, Sociedade e Desenvolvimento, 20 anos: notas de apresentação, *Economia e Sociedade*, Campinas, v.21, Número Especial, dez.
- BIELSHCHOWSKY, R. (2012) Estratégia de desenvolvimento e as três frentes de expansão no Brasil: um desenho conceitual, *Economia e Sociedade*, Campinas, v.21, Número Especial, dez 2012.
- BLANCHARD, O. & WATSON, M. (1982) Bubbles, rational expectations and financial markets, *NBER Working Paper Series*, No. 9115.
- BLANCHARD, O. *al.* (2010) Rethinking macroeconomic policy, IMF Staff Position Note, February 12,SPN/10/03.
- 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. (2002) *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*, São Paulo: Editora Unesp.
- CARNEIRO, R. (2012) Velhos e novos desenvolvimentismos, *Economia e Sociedade*, Campinas, v.21, Número Especial, dez 2012.
- CARNEIRO, R. ROSSI, P. (2012) The Brazilian experience in managing interest-exchange rate nexus, Texto para Discussão. IE/UNICAMP, Campinas, n. 206, jun. 2012
- CARVALHO, F.C. *et al.* (2001) *Economia Monetária e Financeira- Teoria e Prática*, Rio de Janeiro: Campus, 2001.
- _____ (2008) Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana, *Revista Análise Econômica*, v.26, n.50.
- CARVALHO, L. B. *et al.* (2010) Government debt, deficit and economic growth: lessons from fiscal arithmetic, Policy Note, *Schwartz Center for Economic Policy Analysis*, dec.10.
- COUTINHO, L. (2005) Regimes macroeconômicos e estratégias de negócios: uma política industrial alternativa para o século XXI, Em LASTRES, H. *Conhecimento, sistemas de inovação e desenvolvimento*, Rio de Janeiro: Editora UFRJ.
- DE GRAUWE, & P. GRIMALDE, M. (2006) *The exchange rate in a behavioral finance framework*, Oxford: Princeton University Press.
- DE CONTI, B. M. (2007) Regimes cambiais em países periféricos: a experiência brasileira recente (1994-2006), *Dissertação de mestrado*, Campinas, IE/Unicamp.
- FARHI, M. (2007) Efetividade e dilemas do regime de metas de inflação: os formatos do regime e os impactos dos choques exógenos, Relatório de pesquisa, Instituto de Economia- Unicamp, Disponível em <<http://www.ieecon.net/pesquisa.htm>>
- FLASSBECK, H. & LA MARCA, M. (Eds) (2007) *Coping with globalized finance: Recent Challenges and Long-term Perspectives*, Genebra: UNCTAD.
- FMI (2009) Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, IMF.
- FONSECA, P. (2004) Gênese e percursos do desenvolvimentismo no Brasil, *Revista pesquisa e debate*, São Paulo, PUCSP, 15(2): 225-56.
- FRANKEL, J. (2003) Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies, *NBER Working Paper*.
- FREITAS, M. C. P. (2012) Banco central e política macroeconômica: o regime de metas e inflação, Em: MARCOLINO, L. & CARNEIRO, R. *Sistema Financeiro e desenvolvimento no Brasil*, São Paulo: Publisher.
- FRIEDMAN, M. (1953) *Essays in positive economics*, Chicago: University of Chicago, 1974.
- 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.

- HABERNEIER, K. *et al* (2009) Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements, IMF Working Paper, WP/09/211.
- HART, D. & KREPS, O. (1986) Price Destabilizing Speculation, *Journal of Political Economy*, Vol. 94, n. 5, pp. 927-952.
- HERR, H. & KAZANDZISKA, M. (2011) *Macroeconomic policy regimes in western industrial countries*, London: Routledge.
- HICKS, J. (1974) *The Crisis in Keynesian Economics*. New York: Basic Books.
- IPEA (2010) *Macroeconomia para o desenvolvimento: crescimento, estabilidade e emprego*, Projeto perspectivas do desenvolvimento brasileiro, livro 4, Brasília: IPEA.
- KEYNES, J. M. (1930) A Treatise on Money, *Em The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol V, London: MacMillan, 1971.
- _____ (1936) *A teoria geral do emprego do juro e da moeda*, São Paulo: Atlas, 1992.
- _____ (1971a) Activities 1929–1931: Rethinking Employment and Unemployment Policies, *The Collected Writings of Major Keynes*, v.20, London, Macmillan.
- _____ (1971b) Activities 1940–1946: Shaping the Post-War World: Employment and Commodities, *The Collected Writings of Major Keynes*, v.27, London, Macmillan.
- KINDLEBERGER, C. (1996) *Manias, pânico e crashes – um histórico das crises financeiras*, Rio de Janeiro: Nova Fronteira.
- KOHLER, M. (2010) Exchange rates during financial crises, *BIS Quarterly Review*, March 2010.
- KRAUSE, L. (1991) *Speculation and the dólar: The political economy of exchange rates*, Oxford: Westview Press.
- KREGEL, J. (1985) Budget deficits, stabilisation policy and liquidity preference: Keynes's post-war proposals" in Vicarelli, F. *Keynes's relevance today*, London: Macmillan.
- KREGEL, J. (1998) Yes, "It" did happen again – a Minsky crisis happened in Asia. New York: The Jeromy Levy Economic Institute, 1998 (*Working Paper* n. 234). Disponível em: <http://www.levy.org>
- LAVOIE, M. (2006) A post-keynesian amendment to the new consensus on monetary policy, *Metroeconomica* 57:2.
- LIMA, G.T & SETTERFIELD, M. (2008) Inflation targeting and macroeconomic stability in a Post Keynesian economy, *Journal of Post Keynesian Economics* V.30, n.3, pp 435-461.
- LOPREATO, F. (2011) *Caminhos da política fiscal do Brasil*, Tese de Livre Docência, IE- Unicamp, Campinas, 2011.
- MARX, K. (1985). *O Capital*, Coleção Os Economistas, São Paulo: Nova Cultural.
- McCAULEY, R. N. & MCCGUIRE, P. (2009) Dollar appreciation in 2008: safe haven, carry trades, dollar shortage and overhedging, *BIS Quarterly Review*, pp. 85-93, December 2009.
- MINSKY, H. (1986) *Stabilizing an unstable economy*, London; Yale University Press.
- MODENESI, A. (2005) *Regimes monetários: teoria e experiência do real*, Barueri: Manole.
- MODENESI, A. PIRES-ALVES, C, MARTINS, N. (2012) Mecanismo de transmissão da política monetária: a importância dos fatores microeconômicos, *Revista Oikos*, Rio de Janeiro, Volume 11, n. 2, pgs 203-216
- OSTRY, J. *et al*. (2012) Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies, IMF Staff Position Note, February 12, SPN/12/01.
- 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.
- SNOWDON, B. & VANE, H. (2005) *Modern Macroeconomics: its origin, development and current state*, Cheltenham: Edward Elgar.
- STIGLITZ, J. (2011) Rethinking macroeconomics: what failed, and how to repair, *Journal of the European Economic Association*, August 2011 9(4):591–645.
- UNCTAD (2007) *Trade and Development Report*, New York and Geneva: United Nations.
- _____ (2010) Global monetary chaos: Systemic failures need bold multilateral responses, *UNCTAD Policy Briefs*, no12, New York and Geneva: United Nations.
- WILLIANSO, J. (2008) Exchange Rate Economics, *Peterson Institute Working Paper Series*, W P 0 8 – 3.