

6

Macroeconomia do desenvolvimento de Bresser-Pereira: para além da ortodoxia convencional e do keynesianismo vulgar

Luiz Fernando de Paula

Introdução

Nas grandes economias da América Latina, observou-se, até os anos 1970, um intenso processo de industrialização por substituição de importações, que tinha como base a estratégia nacional-desenvolvimentista – mercado doméstico protegido, papel ativo do Estado (planejador, agente produtor direto e financiador), e presença de empresas multinacionais em setores dinâmicos da indústria manufatureira. Nos anos 1980, a crise da dívida externa levou a um questionamento desta estratégia e acabou por abrir espaço para adoção de políticas neoliberais na América Latina a partir do final da década e ao longo dos anos 1990, no contexto do que ficou conhecido como “Consenso de Washington”. Esse consenso tornou-se um denominador comum de conselhos de políticas – abertura comercial, privatização, desregulamentação de mercados, abertura da conta capital etc. – das instituições baseadas em Washington para países da América Latina e foi usado pelo Banco Mundial de várias formas diferentes do original, em particular no que se refere ao regime cambial e abertura da conta capital.¹ Contudo, em que pese o sucesso na adoção de planos de estabilização com base em alguma modalidade de âncora

¹ No Consenso de Washington original, defendia-se a adoção de uma taxa de câmbio competitiva, através de regime de câmbio intermediário, e não havia menção a abertura da conta capital (WILLIAMSON, 1990). A versão modificada – tendo como estratégia explícita o crescimento com poupança externa – foi denominada por Bresser-Pereira (2003a) de “Segundo Consenso de Washington”. Para uma crítica ao Consenso de Washington, ver, entre outros, Stiglitz (1999).

cambial, a adoção de políticas neoliberais na região resultou em forte instabilidade econômica na região nos anos 1990, atestado pelo baixo crescimento e crises financeiras/cambiais.

Nos anos 2000, retomou-se aos poucos o debate sobre o desenvolvimentismo na América Latina, sendo uma das vertentes mais importante a que foi denominada por Bresser-Pereira (2003b, 2007) de “Novo-Desenvolvimentismo”, critica a ortodoxia convencional, mas ao mesmo tempo revê as políticas e análises do “velho desenvolvimentismo”, cujas origens remontam o estruturalismo cepalino.

Cabe destacar que Sicsú et al. (2005), Paula (2006) e Oreiro e Paula (2012) também desenvolveram paralelamente (em boa medida, de modo convergente) uma abordagem novo-desenvolvimentista. Segundo Paula (2006, p. 50),

A estratégia novo desenvolvimentista, embora tenha suas origens no velho desenvolvimentismo, ainda que com um olhar crítico em alguns desses aspectos, busca adequá-la aos novos tempos e à realidade específica de cada país. De comum entre as duas está a visão crítica às políticas de *laissez-faire*, a necessidade de se implementar uma estratégia nacional de desenvolvimento que busque uma complementaridade entre Estado e mercado (ainda que, no momento atual, em moldes diversos), e a importância de se pensar os problemas dos países em desenvolvimento a partir de uma ótica da problemática específica desses países (e não procurando copiar estratégias importadas dos países desenvolvidos). No atual estágio de desenvolvimento produtivo brasileiro, a existência de um Estado-empresário e de um protecionismo do mercado interno nos moldes do passado não faz mais sentido [...] O novo desenvolvimentismo não propõe a redução do Estado, mas sua reconstrução, tornando-o mais forte e capaz no plano político, regulatório e administrativo, além de financeiramente sólido. Propõe, ademais, uma estratégia nacional de desenvolvimento que promova políticas voltadas ao progresso técnico e à introdução de novas técnicas de produção, o desenvolvimento de mecanismos nacionais de financiamento do investimento com poupança doméstica, políticas econômicas redutoras de incertezas inerentes ao mundo financeiramente globalizado bem como o desenvolvimento de instituições específicas adequadas ao desenvolvimento (como o desenvolvimento do capital humano por meio da educação pública).

O novo-desenvolvimentismo objetiva ser uma nova estratégia de desenvolvimento para as economias em desenvolvimento de renda média, se constituindo em um “terceiro discurso” entre o antigo discurso desenvolvimentista e a ortodoxia convencional:

é um conjunto de ideias, instituições e políticas econômicas através das quais os países de renda média tentam, no início do século XXI, alcançar os países desenvolvidos [...] é uma estratégia nacional de desenvolvimento, baseada principalmente na teoria macroeconômica keynesiana, pela qual esses países poderão gradualmente alcançar as nações ricas (BRESSER-PEREIRA, 2010, p. 86).

O novo-desenvolvimentismo tem sua origem também no estruturalismo cepalino, no sentido de que, para ambos, o desenvolvimento é um processo de aumento da produtividade que ocorre dentro do setor industrial, com transferência de mão de obra de setores de baixo valor agregado para setores de alto valor agregado. Compartilham, assim, a ideia original do estruturalismo latino-americano de que o desenvolvimento é um processo de mudança estrutural induzido pelo Estado, a industrialização é vista como mecanismo portador de progresso técnico e capaz de absorver mão de obra abundante.² Ademais, deve-se levar em conta a “condição periférica”, ou seja, como se dá a difusão do progresso técnico no contexto da relação centro-periferia.

Para ambas as estratégias, o Estado é visto como principal instrumento da ação coletiva da nação, capaz de organizá-la em torno de uma estratégia nacional de desenvolvimento. Contudo, enquanto no “velho desenvolvimentismo” ele desempenhava um papel crucial na promoção da poupança forçada e Estado fazia investimentos diretos em infraestrutura e indústria pesada, no novo-desenvolvimentismo o Estado ainda deve promover poupança forçada e investir em certos setores estratégicos, mas o setor privado é visto agora como tendo recursos e capacidade gerencial para fornecer uma parcela significativa do investimento necessário do processo de crescimento econômico. Assim, o Estado continua a ter um

2 Portanto, a partir de uma perspectiva estruturalista-keynesiana, a indústria é tida como o motor do crescimento de longo prazo das economias capitalistas (THIRWALL, 2002; TREGENNA, 2009), uma vez que: “(i) Os efeitos de encadeamento para frente e para trás na cadeia produtiva são mais fortes na indústria do que nos demais setores da economia; (ii) A indústria é caracterizada pela presença de economias estáticas e dinâmicas de escala, de tal forma que a produtividade na indústria é uma função crescente da produção industrial (...); (iii) A maior parte da mudança tecnológica ocorre na indústria. Além disso, boa parte do progresso tecnológico que ocorre no resto da economia é difundido a partir do setor manufatureiro; (iv) A elasticidade renda das importações de manufaturas é maior do que a elasticidade renda das importações de *commodities* e produtos primários. Dessa forma, a ‘industrialização’ é tida como necessária para aliviar a restrição de balanço de pagamentos ao crescimento de longo prazo” (OREIRO; FEIJÓ, 2010, p. 223-224).

papel central, sendo, todavia, mais normativo e estratégico, com o setor privado nacional provendo recursos e habilidade gerencial para prover boa parte dos investimentos³ (BRESSER-PEREIRA, 2010). Deve-se ressaltar, contudo, que as estratégias foram elaboradas para momentos distintos: o “velho desenvolvimentismo” para um momento de implementação de uma indústria ainda infante (dos anos 1950); e o “novo-desenvolvimentismo” voltado para economias semimaduras com algum grau de industrialização. Inspirada nas experiências bem-sucedidas de industrialização do Leste Asiático, mas procurando adaptá-la à realidade latino-americana e outras regiões, o novo desenvolvimentismo tem como ponto de partida o crescimento econômico sustentável a longo prazo e depende crucialmente de uma boa performance das exportações manufatureiras de maior valor agregado, por razões que iremos examinar neste capítulo.

Além de estruturalista, o “novo-desenvolvimentismo” é keynesiano, uma vez que as economias capitalistas são vistas como não tendo um mecanismo de coordenação via mercado das atividades privadas; a demanda agregada é um dos motores principais do crescimento econômico, sendo que oferta e demanda são interdependentes (a disponibilidade dos “fatores de produção” e o progresso tecnológico são variáveis que se ajustam no longo prazo ao nível de demanda efetiva⁴); as variáveis reais (produto e emprego) são afetadas pela política econômica, sendo que os preços macroeconômicos básicos (taxa de juros, taxa de câmbio e salário) são fundamentais nas decisões de produção e de investimento dos empresários (ARESTIS; SAWYER, 1998). Portanto, a política macroeconômica tem papel importante em criar condições para um crescimento econômico sustentável de longo prazo. Contudo, o novo-desenvolvimentismo busca destacar a importância da taxa de câmbio para um processo sustentado de “*catching up*” para economias em desenvolvimento.

Neste contexto, Bresser-Pereira estabeleceu as bases do que chamou de “macroeconomia estruturalista de desenvolvimento” ou simplesmente “macroeconomia do desenvolvimento”: designação de um

3 Há semelhança nesta visão com a de Keynes (1984), em seu artigo “O fim do *laissez-faire*”, onde estabeleceu a distinção entre a agenda e não-agenda do governo, buscando um equilíbrio entre mercado e Estado: “a mais importante Agenda do Estado não diz respeito às atividades que os indivíduos particularmente já realizam, mas às funções que estão fora do âmbito individual, àquelas decisões que ninguém adota se o Estado não o faz. Para o governo, o mais importante não é fazer coisas que os indivíduos já estão fazendo [...], mas fazer aquelas coisas que atualmente deixam de ser feitas (KEYNES, 1984, p. 123).

4 Isto é, vale a lei de Kaldor-Verdoorn, em que produtividade do trabalho é função do nível e da taxa de crescimento da produção das firmas. De acordo com esta lei, o maior crescimento da produção aumenta a produtividade devido à existência de retornos crescentes de escala.

papel estratégico para o Estado para o processo de desenvolvimento; crescimento de longo prazo baseado em poupança doméstica (e não com poupança externa); no curto prazo, adoção de uma política macroeconômica constituída de taxas de juros moderadas, uma política cambial ativa (que deve ser administrada para níveis competitivos) e responsabilidade fiscal (entendida como necessária para o Estado ter um papel ativo na economia, inclusive contracíclico).

O objetivo deste capítulo é analisar a “macroeconomia do desenvolvimento” de Bresser-Pereira, assim como alguns de seus desdobramentos. Para tanto, além desta introdução, o capítulo está dividido em três seções. A segunda seção examina alguns aspectos da crítica do autor à ortodoxia convencional. A terceira seção, por sua vez, analisa a macroeconomia do desenvolvimento propriamente dita, enquanto a quarta seção efetua alguns comentários a esta estratégia. Por fim, a quinta seção tece considerações finais ao capítulo.

Crítica à ortodoxia convencional

De acordo com Bresser-Pereira (2011, p. 121), a diferença fundamental entre a ortodoxia convencional e o novo-desenvolvimentismo

repousa no fato que o primeiro acredita que o mercado é uma instituição que coordena a produção de forma ótima se estiver livre de interferência, enquanto o novo-desenvolvimentismo vê o mercado como uma instituição eficiente para coordenar o sistema econômico, mas conhece suas limitações e necessidade de regulação [...], [e], além disto, mercados são um mecanismo altamente insatisfatório em distribuir a renda.

Ademais, a ortodoxia convencional não dá um papel econômico importante para as “nações”, enquanto o novo-desenvolvimentismo enfatiza sua existência e destaca que, em tempos de globalização, as nações se tornam mais interdependentes e também mais estratégicas, uma vez que a competição não é mais restrita aos negócios das empresas, mas envolve também as nações (BRESSER-PEREIRA, 2011, p. 122). Em particular, para a ortodoxia convencional, o Estado desempenha um papel mínimo no investimento e na política industrial, o crescimento deve ser financiado pela poupança externa, e a conta capital e financeira do balanço de pagamentos deve ser aberta e a taxa de câmbio deve ser flutuante e não administrada.

A estratégia de desenvolvimento para a ortodoxia convencional, segundo Bresser-Pereira (2010, 2011), incluiria as seguintes políticas:

a) O desenvolvimento econômico, dada à escassez de poupança doméstica e alta produtividade do capital dos países em desenvolvimento, requer uma política de crescimento com poupança externa, ou seja, que busque atrair capital externo;

b) Relacionado ao anterior, deve-se adotar uma política de abertura da conta capital combinado com taxa de juros preferencialmente elevadas para atrair capital estrangeiro;

c) Dado que controlar a inflação é o propósito principal da política macroeconômica, o uso do regime de metas de inflação justifica o uso de altas taxas de juros para propósitos de estabilização de preços e/ou da taxa de câmbio como âncora nominal para combater a inflação;

d) A taxa de câmbio deve ser fluante, endógena e tende ao equilíbrio.

Para Bresser-Pereira (2010), o uso da taxa de câmbio para controlar a inflação e aumentar a curto prazo os salários reais (dado o barateamento dos bens comercializáveis) caracteriza uma situação de “populismo cambial”, isto é, uso da política econômica para conseguir reeleição política. Sua preocupação está em estabelecer uma política que busque o equilíbrio intertemporal das contas públicas e do setor externo:

Enquanto a ortodoxia convencional reduz a estabilidade macroeconômica à estabilidade de preços e ao controle da dívida pública, o novo-desenvolvimentismo exige também uma taxa de juros moderada e uma taxa de câmbio competitiva que garantam respectivamente o equilíbrio intertemporal das contas públicas (do Estado) e das contas externas (do Estado-nação). (BRESSER-PEREIRA, 2010, p. 99).

Portanto, para garantir maior autonomia nacional, deve-se almejar uma dívida pública baixa e poupança pública positiva, assim como superávits em conta-corrente que permitam diminuir a dependência de capitais externos.

Uma crítica importante do novo-desenvolvimentismo à ortodoxia convencional é em relação à estratégia de crescimento com poupança externa, pois na maioria dos casos, ao invés de aumentar investimentos produtivos, a poupança externa aumenta o consumo e, em função da tendência a apreciação da taxa de câmbio que resulta do afluxo líquido de capitais, estimula uma alta taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa (BRESSER-PEREIRA, 2010; BRESSER-PEREIRA et al., 2015). O papel da poupança externa está relacionada à discussão se a taxa de câmbio é uma variável exógena ou

endógena. Assim, para Pastore et al. (2008, p. 296), de acordo com uma visão ortodoxa, a taxa de câmbio é vista como uma variável endógena:

os países que têm poupança elevada em relação aos investimentos apresentam superávits em conta-corrente, uma taxa de câmbio real mais depreciada e crescem rapidamente. Mas esse é o resultado de sua poupança elevada, não de sua política deliberada de determinar uma taxa de câmbio real mais depreciada.

Bresser-Pereira (2010, p. 130) critica esta avaliação pois, para ele, os autores tornam a taxa de câmbio real – uma variável macroeconômica de curto prazo, dependente da taxa de poupança – em uma variável estrutural de longo prazo. Na sua visão, uma política macroeconômica que tem por objetivo uma taxa de câmbio competitiva é capaz de gradualmente elevar a taxa de poupança, uma vez que os lucros empresariais, em função do maior dinamismo das exportações, tendem a aumentar. Dada à maior propensão de poupar dos capitalistas, a poupança doméstica agregada tende a se elevar por conta do maior investimento (que é quem gera renda na economia, que parte é poupada). Logo, a taxa de poupança depende da taxa de investimento, que depende da existência de oportunidades de lucro que, por sua vez, resultam das oportunidades de exportações manufatureiras que só existem se a taxa de câmbio não estiver sobrevalorizada. Por outro lado, a redução dos déficits em conta-corrente (ou seu superávit) diminui a necessidade de obtenção de recursos externos para financiar tais déficits. Portanto, uma taxa de câmbio competitiva é vista como fundamental para liberar a economia nacional da necessidade de financiamento externo e da política de crescimento com poupança externa.

Macroeconomia do desenvolvimento de Bresser-Pereira

Como já destacado, a política econômica é um dos fatores determinantes do processo de desenvolvimento econômico. Como viabilizar uma política de juros baixos, câmbio depreciado e aumento de salários acompanhando ganhos de produtividade do trabalho que favoreça o investimento em setores manufatureiros e de maior valor agregado?

Para a “macroeconomia do desenvolvimento” de Bresser-Pereira (2011), há dois problemas macroeconômicos fundamentais em países de renda média:

a) *tendência dos salários crescerem abaixo do aumento da produtividade*, em função da existência de uma oferta ilimitada de mão de obra em países em desenvolvimento;

b) *tendência para sobrevalorização da taxa de câmbio*, que deriva de dois fatores estruturais: o problema da “doença holandesa” em países exportadores de *commodities*, que gera uma tendência de apreciação da taxa de câmbio de longo prazo, que é consistente com o equilíbrio em saldo de conta-corrente, mas não torna competitiva as indústrias *tradeables*; uma apreciação cambial adicional causada pela fluxos líquidos de capitais externos, estimulados pela política de crescimento com poupança externa.

Para se contrapor à primeira tendência, sugere-se uso de políticas de rendas, particularmente uma política de ganhos reais para o salário mínimo e a implantação de uma política que mantenha os salários crescendo uma taxa próxima da produtividade e consistente com uma taxa de lucro satisfatória para a indústria (para evitar o fenômeno do *profit squeeze*).

Quanto à segunda tendência, preconiza-se uma política cambial que neutralize a tendência de sobrevalorização cambial e que tenha como meta uma “taxa de câmbio de equilíbrio industrial” – isto é, aquela necessária para que empresas industriais, utilizando a tecnologia mais moderna, sejam competitivas internacionalmente (BRESSER-PEREIRA, 2011).

A taxa de câmbio é vista como uma variável estratégica da política macroeconômica desenvolvimentista, estimulando as exportações de maior valor agregado, uma vez que expansão puxada só pelo consumo tem efeitos limitados:

consumo pode gerar crescimento econômico somente temporariamente, uma vez que seja política e economicamente possível induzir a redistribuição da renda em favor da classe trabalhadora. A existência de limites definidos para o aumento dos salários na renda nacional faz da expansão das exportações, no longo prazo, o agente do crescimento econômico. (BRESSER-PEREIRA et al., 2015, p. 29).

De acordo com a estratégia novo-desenvolvimentista, não há conflito entre desenvolvimento do mercado interno e estratégia de crescimento baseada nas exportações, pois exportações aumentam o emprego, os salários e o consumo interno; ademais, estimula a principal variável de demanda, que é o investimento. Em particular, uma nação deve adotar uma estratégia de crescimento puxado pelas exportações (*export-led growth*) por um breve período, isto é, em situações em que a taxa de crescimento corrente é insatisfatória, ou seja, está abaixo da taxa necessária para realização do *catching-up*. Contudo, em uma situação de crescimento equilibrado, em que a taxa de investimento e de crescimento são razoavelmente satisfatórias, um país não precisa esco-

lher entre uma estratégia *export-led* ou *wage-led*, o que ele precisa é de uma estratégia balanceada, na qual os salários crescem à mesma taxa da produtividade, e a razão lucro-salário permanece constante, de modo que a taxa de lucro no longo prazo permanece a um nível satisfatório para estimular o empresário a investir (BRESSER-PEREIRA et al., 2015, cap. 12).

Um aspecto importante desta análise do desenvolvimento é que a taxa de câmbio afeta as elasticidades das funções exportações e importações. Como mostrou Prebisch (1950) e os modelos de crescimento restringido pelo balanço de pagamentos *a la* Thirlwall (2002), os países produtores de bens de baixo valor agregado são constrangidos externamente em função do fato de a elasticidade-renda das importações ser maior do que das exportações. Bresser-Pereira et al. (2015), contudo, mostram que a elasticidade da exportações e a elasticidade das importações não são variáveis exógenas do modelo, determinadas somente pelo nível de conhecimento tecnológico do país, mas são também afetadas pela taxa de câmbio real. Assim, as elasticidades são variáveis endógenas que dependem da taxa de câmbio. Desse modo, taxa de câmbio real apreciada afeta negativamente a estrutura produtiva e produz um processo perverso de especialização na produção de bens intensivos em recursos naturais e inibidor de investimento em setores comercializáveis, causando – via desindustrialização – um baixo crescimento econômico. Alternativamente, uma taxa de câmbio real depreciada pode ter um efeito inverso, afetando positivamente a estrutura produtiva, contribuindo para produzir um processo virtuoso de diversificação produtiva (inclusive em direção a bens de maior valor agregado) e dando origem a um crescimento econômico maior. Portanto, a taxa de câmbio não é uma variável endógena (e não exógena), que, como visto acima, afeta a taxa de substituição entre poupança doméstica e poupança externa, e contribui decididamente para o grau de diversificação ou especialização da estrutura produtiva.

De forma mais detalhada, a *tendência a sobreapreciação da taxa de câmbio*, resulta de dois fatores principais:

a) *Doença holandesa*, definida como:

a crônica sobrevalorização da taxa de câmbio de um país causada pela exploração de recursos abundantes e baratos que produz rendas ricardianas cuja produção comercial é compatível com uma taxa de câmbio claramente mais apreciada do que a taxa média de câmbio que torna economicamente viáveis os setores de bens comercializáveis que usam tecnologia de ponta (BRESSER-PEREIRA, 2010, p. 142).

Em outras palavras, a taxa de câmbio equilibra a conta-corrente, mas inviabiliza os setores comercializáveis tecnológicos mais sofisticados. A pressão da doença holandesa sobre a sobrevalorização das moedas nacionais varia de acordo com a sua gravidade;

b) *Maior atração dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento*, resultado da atração estrutural que as altas taxas de lucro e de juros existentes nessas economias exercem sobre o capital externo, o que gera uma apreciação adicional causada pelo grande afluxo de capitais externos, atraído pela política de crescimento com poupança externa (que estimula a captação de recursos externos como “complemento” da poupança doméstica), pelo uso da taxa de câmbio como âncora nominal, do uso de metas de inflação como um substituto dessa âncora e da adoção de políticas de liberalização financeira (BRESSER-PEREREIRA, 2011).

Relacionado ao anterior, um fator acessório que pode contribuir para tal tendência é o “*populismo cambial*”, em que um país, ao permitir que a taxa de câmbio se aprecie (em função dos fatores acima assinalados), acaba gastando mais do que arrecada, incorrendo em déficits crônicos em conta-corrente. Com a taxa de câmbio sobrevalorizada, os salários em geral crescem, em função do barateamento da cesta de consumo, acompanhado de um aumento nas importações (e desaceleração das exportações). O resultado final é que a economia cresce com a utilização da poupança externa, aumentando a sua vulnerabilidade externa.

Bresser-Pereira (2010, 2011) distingue duas taxas de câmbio: a *taxa de câmbio de equilíbrio corrente*, isto é, que equilibra intertemporalmente a conta-corrente de um país, sendo, portanto, a taxa para o qual o mercado converge; e a que denomina de *taxa de câmbio de equilíbrio industrial*, que é aquela que permite a produção (e exportações) de bens comercializáveis no país sem necessidade impostos e subsídios, i.e., é a taxa de câmbio que na média permite às empresas que usam a tecnologia no estado das artes serem lucrativas e competitivas.⁵ Quanto maior a divergência entre as duas taxas, mais grave será a doença holandesa. Contudo, em função da pressão dos aflusos de capitais externos, a taxa de câmbio continua a se apreciar ainda mais, contribuindo para gerar déficits em conta-corrente. À medida que o déficit em conta-corrente aumenta, sob a pressão da política de crescimento com poupança externa e do populismo cambial, acaba-se minando a confiança dos investidores e credores internacionais, abrindo a possibilidade de uma crise do balanço de pagamentos, causando uma abrupta e aguda depreciação cambial.

5 Para o desenvolvimento de uma metodologia para estimar a taxa de câmbio de equilíbrio industrial, ver Marconi (2012).

O autor assinala que países de renda média, que realizaram seu *catch-up*, neutralizaram de alguma forma a tendência de sobrevalorização da taxa de câmbio. Na prática, vários países neutralizaram a doença holandesa de diversas formas, com uso de taxas múltiplas de câmbio, tarifas de importação e subsídios às exportações que implicavam um imposto disfarçado sobre as *commodities*. Bresser-Pereira (2010, cap. 5) sugere especificamente a neutralização da doença holandesa através de um imposto sobre a venda dos bens que lhe dão origem (o imposto deve corresponder à diferença entre a taxa de câmbio de equilíbrio corrente e a taxa de câmbio de equilíbrio industrial), e a criação de um fundo internacional com as receitas derivadas desse imposto para evitar que o ingresso dessas receitas revalorize a taxa de câmbio, de modo a tornar as duas taxas de câmbio de equilíbrio razoavelmente próximas.

Cabe assinalar que, segundo a estratégia novo-desenvolvimentista de Bresser-Pereira, a política industrial tem um papel estratégico e complementar, não podendo ser substituto de uma política macroeconômica adequada, baseada no equilíbrio fiscal, taxas de juros moderadas e uma taxa de câmbio competitiva. Em particular, rejeita-se a noção de crescimento baseado principalmente em déficits fiscais crônicos:

novo-desenvolvimentismo defende o equilíbrio fiscal, não em nome da 'ortodoxia', mas porque ele permite que o Estado seja o instrumento da ação coletiva por excelência. Se o Estado é tão estratégico, seu aparato deve ser forte, saudável e bem capacitado; e, por esta razão, seu financiamento deve ser equilibrado. Mais que isto, sua dívida deve ser pequena e de maturidade longa. O pior que pode acontecer é o Estado como organização [...] ser escravo dos credores, sejam domésticos ou estrangeiros. Credores estrangeiros são particularmente perigosos, porque podem a qualquer tempo deixar o país. Entretanto, credores domésticos, transformados em rentistas [...] podem impor políticas econômicas desastrosas para o país (BRESSER-PEREIRA, 2011, p. 120).

Ademais, sustenta-se que deve haver uma articulação entre política cambial e política fiscal, no sentido que esta deve estar ciclicamente equilibrada para contrapor-se aos efeitos expansionistas de longo prazo de uma taxa de câmbio competitiva.

Breves comentários à macroeconomia do desenvolvimento

Nesta seção, iremos fazer dois comentários amplos em relação à estratégia de desenvolvimento novo-desenvolvimentista.

O primeiro comentário refere-se à tendência à sobrevalorização cambial em economias em desenvolvimento e ao grau de autonomia

da política econômica nessas economias. Neste particular, a literatura empírica mostra evidências que os fluxos de capitais podem ter efeitos disruptivos sobre os países, diminuindo o grau de autonomia das políticas econômicas domésticas e mesmo gerando movimentos especulativos sobre moedas domésticas. Recentes estudos empíricos (CARDARELLI et al., 2009; IMF, 2011; BLUEDORN et al., 2013) têm destacado algumas características dos fluxos de capitais em economias emergentes em relação às economias avançadas no período recente: (i) fluxos de capitais entre os diferentes grupos de países exibem grande volatilidade, sendo que, quando tais fluxos aumentam, eles se tornam mais voláteis em todas as regiões; (ii) economias avançadas experimentam maior substituição entre os vários tipos de fluxos líquidos de capital e maior complementaridade entre fluxos de entrada e fluxos de saída – consequentemente, os fluxos líquidos de capital são mais estáveis; (iii) em economias emergentes, por sua vez, tanto os fluxos líquidos de capital (entrada menos saída) quanto os fluxos de entrada caem acentuadamente durante a crise e aumentam fortemente depois dela; (iv) em economias emergentes, os fluxos de entrada crescem mais do que os fluxos de saída e, consequentemente, o fluxo líquido de capitais é bem mais volátil em relação às economias avançadas. Em tais economias, episódios de grandes fluxos de entrada de capitais estão associados com aceleração no crescimento do PIB, que depois cai significativamente – isso sugere um padrão de formato V invertido dos fluxos líquidos de capitais para economias emergentes, frequentemente fora do controle dos *policy-makers*.

Os gráficos 1 e 2 ilustram, de forma geral, os achados acima referidos, podendo ser visto que os fluxos de capitais (entrada e saída) têm um comportamento muito mais simétrico no grupo das economias avançadas, o que faz com que o fluxo líquido seja bem menor, enquanto no grupo das economias emergentes os fluxos de entrada superam os de saída, havendo um fluxo líquido de capitais maior e mais volátil. Como resultado desses fluxos líquidos positivos e mais voláteis, temos, por um lado, o fato de que *a taxa de câmbio em geral é mais volátil em economias emergentes, e, por outro lado, há uma tendência a apreciação da taxa de câmbio nominal e real*, o que, quando não neutralizada, prejudica a competitividade de setores exportadores (sobretudo em manufaturas). A maior volatilidade da taxa de câmbio deriva também da existência de mercados financeiros mais estreitos em tais economias, o que gera maior volatilidade cambial quando estão em contato com fluxos maiores e mais voláteis de capitais externos, gerando um problema de “integração financeira assimétrica” (PAULA, 2011).

Gráfico 1
Evolução dos fluxos de capitais externos (% do PIB)
Economias avançadas – total de fluxos

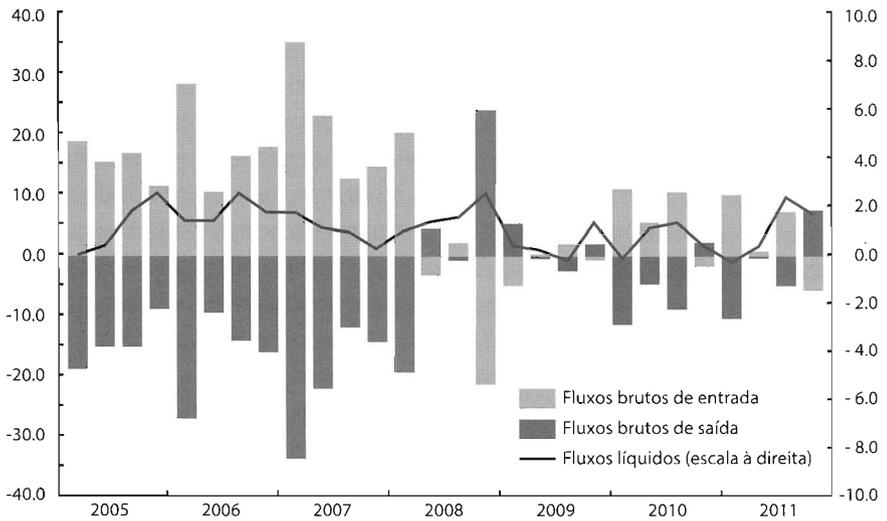
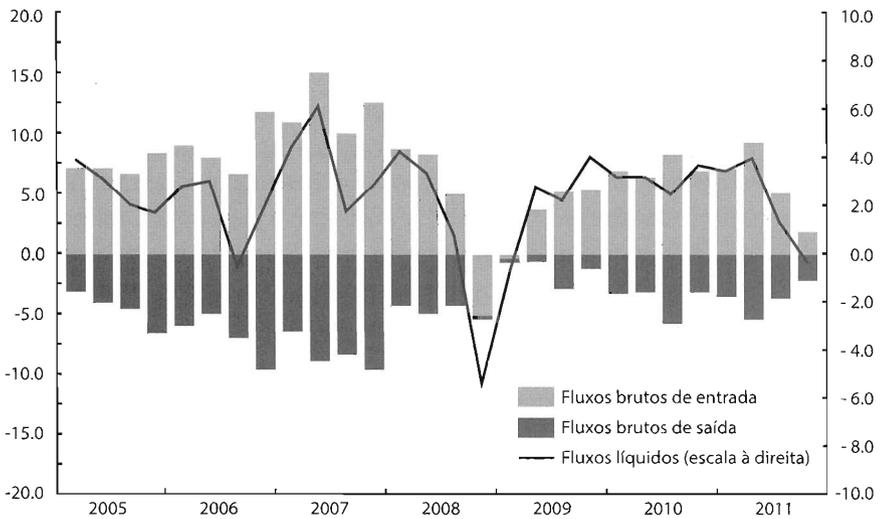


Gráfico 2
Economias emergentes – total de fluxos



Fonte: Bluedorn et al. (2013, p. 10).

Nota: Os fluxos líquidos de capital, que não incluem empréstimos do FMI e acumulação de reserva, podem não igualar a soma entre fluxos de entrada e fluxos de saída em função da falta de dados sobre fluxos brutos em algumas economias.

Há, deste modo, duas tendências inter-relacionadas referentes às economias emergentes: sobreapreciação da taxa de câmbio e volatilidade cambial. Portanto, independentemente de um país sofrer (ou não) de doença holandesa,⁶ o movimento dos fluxos líquidos de capitais para economias emergentes – sobretudo no período recente – parecem resultar em tais tendências. Além de vários estudos empíricos mostrarem a existência de uma relação robusta de longo prazo entre taxa de câmbio depreciada e crescimento econômico, tal como reportado nos trabalhos de Bresser-Pereira e outros, outros estudos mostram que a volatilidade excessiva da taxa de câmbio em economias emergentes tem efeitos negativos sobre as taxas de crescimento das economias emergentes e em desenvolvimento, uma vez que acarreta maior imprevisibilidade dos investimentos, fluxo de comércio e contribui para a instabilidade macroeconômica.⁷

As duas tendências acima levantam a questão acerca da diminuição do grau de autonomia das políticas econômicas domésticas em economias emergentes em contexto de globalização financeira.

No que se refere ao grau de autonomia da política monetária, Saxena (2008), ao avaliar o impacto dos fluxos de capitais e do regime cambial (se mais flexível ou mais fixo) sobre a política monetária, encontra que as taxas de juros domésticas de curto prazo são significativamente afetadas pelas taxas de juros externas, especialmente em países com alta mobilidade de capitais.⁸ Em especial, no período recente, regimes cambiais flexíveis tendem a exibir maior comovimento com taxa de juros dos Estados Unidos do que regimes de câmbio fixo, possivelmente em função do comportamento “medo de flutuar” das autoridades monetárias em que as taxas de juros são usadas para amortecer as flutuações cambiais. Em outras palavras, mesmo com um regime de câmbio flutuante, a autonomia da política monetária tem sido reduzida com a maior integração financeira internacional, o que levanta dúvidas em relação à concepção da existência de um trilema de polí-

6 O Campo (2011, gráfico 4, p. 17) mostra os dados dos preços reais de produtos básicos não petrolíferos em 1970-2010, onde fica clara a tendência gradual de queda nesses preços no período 1974-2003.

7 Estudo empírico realizado por Araujo (2009) mostra haver uma correlação positiva entre taxas de câmbio subvalorizadas e crescimento econômico e outra negativa entre volatilidade cambial e crescimento econômico nos países em desenvolvimento e emergentes entre 1980 e 2007.

8 A literatura pós-keynesiana tem destacado que os fluxos de capitais de curto prazo e as expectativas de diferenciais de rendimentos e/ou liquidez são determinantes-chave para explicar o comportamento da taxa de câmbio (SCHULMEISTER, 1988; HARVEY, 2009). Fritz et al. (2014), por sua vez, assinalam que, no caso das economias emergentes que emitem moedas periféricas na base da hierarquia de moedas, a volatilidade dos fluxos de capitais tende a ser maior do que nas economias centrais, sendo esses fluxos particularmente sensíveis a fatores exógenos, em particular à política monetária dessas últimas economias. Como a taxa de câmbio tende a ser mais volátil, intervenções frequentes dos bancos centrais são necessárias, o que, por sua vez, reforça a interação entre taxa de câmbio e taxa de juros. Portanto, a perda da autonomia da política monetária tende a ser maior.

tica, isto é, de que não é possível ter ao mesmo tempo uma taxa de câmbio fixa, conversibilidade da conta capital e autonomia da política monetária e, portanto, com livre mobilidade de capital, a independência da política monetária é possível somente se o câmbio for flutuante. Rey (2013) mostra evidências de que as condições monetárias são transmitidas dos principais centros financeiros para o resto do mundo principalmente através dos fluxos de crédito e aumento da alavancagem dos bancos, de modo independente do regime cambial adotado e conclui que o *ciclo financeiro global transforma trilema em dilema*: política monetária independente só é possível se a conta capital for direta ou indiretamente administrada. Neste sentido, mesmo o FMI reconhece que, sob certas circunstâncias, a regulação da conta capital pode ser parte do *toolkit* da política econômica, contribuindo para resolver alguns *trade-offs* de política (IMF, 2012).

Sicsú et al. (2007) sustentam que o “protecionismo moderno” deve ser o da conta financeira do balanço de pagamentos, para diminuir a volatilidade excessiva da taxa de câmbio e, ao mesmo tempo, ajudar a manter uma taxa de câmbio atraente para fomentar as exportações. Segundo esses autores, uma das diferenças entre o velho e o novo-desenvolvimentismo é que

enquanto o primeiro focava suas políticas defensivas na balança comercial, procurando tornar a economia menos dependente da exportação de produtos primários, uma vez que a economia brasileira transitava de uma economia agro-exportadora para uma economia industrial; o segundo – neste particular – está basicamente preocupado em estabelecer critérios de controle da conta de capitais para que o País possa ter trajetórias de crescimentos não abortadas e possa constituir políticas autônomas rumo ao pleno emprego e à equidade social. O protecionismo moderno deve ser o da conta de capitais – as transações comerciais devem ser liberalizadas, embora esta abertura deva ser feita de uma forma inteligente, cautelosa e negociada para que reciprocidades que interessem às exportações brasileiras sejam conquistadas (SICSÚ et al., 2007, p. 519-520).

Portanto, a adoção de regulação da conta capital deve ser vista dentro da estratégia mais ampla de se dotar os países em desenvolvimento de maior autonomia na condução de políticas econômicas para propósitos domésticos (crescimento econômico, estabilidade financeira etc.).

Um segundo comentário diz respeito à taxa de juros doméstica. Como visto na seção anterior, a estratégia novo desenvolvimentista sustenta que uma política macroeconômica desenvolvimentista deve

estar baseada no binômio câmbio depreciado e taxa de juros baixa.⁹ Contudo, nesta estratégia, maior importância tem sido dada à taxa de câmbio. Iremos sustentar, na sequência, que a taxa de juros é igualmente uma variável fundamental para uma política econômica pró-crescimento.

Em primeiro lugar, em um mundo de globalização financeira com a conta capital aberta, cada vez mais aumenta a ligação entre taxa de juros e taxa de câmbio, dado o uso de taxa de juros para atenuar os efeitos de saídas abruptas e acentuadas de capitais sobre a taxa de câmbio. Ademais, taxa de juros elevada é um dos fatores que atraem capitais externos e estimulam operações de *carry trade*. Daí a necessidade de, além da adoção de regulamentação sobre os fluxos de capitais em períodos de maior afluxo de capitais externos, dar condições para a implementação de uma política de juros mais baixos. A adoção de uma política ampla de combate à inflação – incluindo política de rendas (definição de regras de salário mínimo, negociação salarial em geral etc.), revisão dos resqúcios de indexação da economia, redefinição de regras de reajustes de preços administrados, como planos de saúde, que estimulem a redução de custos etc. – pode contribuir para que outros instrumentos sejam usados de forma auxiliar na política de estabilização de preços, aliviando a pressão sobre a política de juros.

Acrescente-se, de modo não menos importante, que a manutenção da taxa de juros baixa – de forma sustentada – é condição *sine qua non* para desenvolvimento de relações financeiras de longo prazo em economias em desenvolvimento, pois taxa de juros elevada estimula um comportamento “curto-prazista” dos agentes (expresso na preferência por aplicações de maturidade curta e/ou de alta liquidez), o que inviabiliza a colocação de títulos de maturidade mais longa, dado o elevado prêmio de risco a ser cobrado pelos investidores.¹⁰ Deste modo, a taxa de juros de curto prazo impacta na formação da estrutura a termo da taxa de juros, que conecta taxa de juros curta à longa. Portanto, taxa de juros de curto prazo elevada impede a formação de uma curva “normal” longa de rendimentos (curva que estabelece a relação entre as taxas de juro

9 Cabe destacar que Bresser-Pereira e Nakano (2002) mostram – em influente trabalho – que a taxa de juros básica paga pelo Banco Central, ao contrário do que afirmava a ortodoxia convencional, não é altíssima devido à classificação de risco do Brasil. Essa elevação é explicada por um “conservadorismo monetário” excessivo praticado pelo Banco Central. Os autores mostram evidências de que muitos países, com classificações de risco iguais ou piores do que a do Brasil, apresentam, consistentemente, taxas de juros básicas duas a três vezes menores.

10 Para uma análise teórica da relação financiamento-investimento-poupança, numa perspectiva keynesiana, ver Paula (2014).

dos diferentes prazos e representa a estrutura temporal das taxas de juro nominais),¹¹ em que as taxas de juros aumentam gradualmente de modo a compensar as aplicações mais longas. O resultado final é a existência de uma curva de rendimentos “curta”, que mostra a escassez ou inexistência de relações financeiras a prazos mais longos.¹² Em conclusão, taxas de juros elevadas é um fator inibidor da formação de um mercado de títulos privados de longo prazo.

Estudos recentes têm destacado que medidas para estimular o desenvolvimento dos mercados financeiros domésticos, ao diversificar as fontes de financiamento das firmas, pode ajudar a reduzir a vulnerabilidade externa de um país, além de fortalecer os mecanismos tradicionais de transmissão da política monetária (efeito riqueza, canal de crédito etc.), o que pode abrir espaço para uma redução na taxa de juros ao potencializar o efeito da política monetária sobre a demanda agregada. Maior acesso ao financiamento doméstico derivado do desenvolvimento de mercado doméstico de títulos – ao diminuir a dependência de financiamento externo – pode contribuir para redução de descasamento dos agentes entre moedas doméstica e estrangeira (MOHANTY, 2012).

Conclusão

Neste capítulo, procurou-se analisar as características fundamentais da macroeconomia do desenvolvimento criada por Bresser Pereira: a crítica à visão de desenvolvimento da ortodoxia convencional e à estratégia de crescimento com poupança externa; e o foco em dois problemas macroeconômicos básicos dos países de renda média em desenvolvimento: a tendência dos salários crescerem abaixo do aumento da produtividade e a tendência à sobrevalorização da taxa de câmbio. A macroeconomia do desenvolvimento dá especial atenção à taxa de câmbio, vista como uma variável fundamental (ainda que não única) para dar sustentação a um processo de *catching-up*.

11 A lógica subjacente é que, em geral, para emprestar dinheiro por um prazo mais longo, o investidor exige um juro maior.

12 Segundo Hermann (2011, p. 3), “esse perfil de CR [curva de rendimentos] [...] pode refletir duas outras condições não mutuamente excludentes: a) a vigência de elevados custos *apenas* nos financiamentos de longo prazo, caracterizando uma CR muito inclinada, que inibe as operações mais longas; b) a vigência de elevadas taxas de juros *também* no curto prazo, caracterizando uma CR ‘alta’ em toda a sua extensão. Em suma, a incompletude do mercado e a inadequação da CR são duas condições que se realimentam mutuamente”.

Fizemos alguns comentários à estratégia novo-desenvolvimentista: as implicações (e importância) de uma taxa de juros baixa no contexto de uma política desenvolvimentista; a influência crescente dos fluxos de capitais sobre a determinação da taxa de câmbio; e a perda de autonomia da política monetária em contexto de globalização financeira (e maior interação entre taxa de câmbio e taxa de juros). Isso levanta a questão da necessidade de adotarem-se políticas defensivas, naquilo que denominamos de “protecionismo moderno”, entendido como fundamental para dotar as economias emergentes de maior grau de autonomia na política econômica para propósitos domésticos. Entendemos que esses comentários não vão de encontro aos desenvolvimentos teóricos feitos por Bresser-Pereira, mas sim devem ser vistos como complementares a eles, procurando, na realidade, ressaltar alguns aspectos de política econômica que julgamos importantes para implementação de uma política econômica (novo)-desenvolvimentista.

Vimos, em particular, que Bresser-Pereira faz uma distinção entre a taxa de câmbio de equilíbrio em conta-corrente e a taxa de câmbio de equilíbrio industrial. A política cambial, articulada com as demais políticas econômicas, deve buscar aproximar a taxa de câmbio corrente da taxa de câmbio de equilíbrio industrial, que seria aquela taxa que estimularia setores manufatureiros a serem competitivos utilizando a tecnologia disponível no “estado das artes”. Isto significa utilizar uma taxa de câmbio competitiva que contribua para gerar superávits em conta-corrente. Neste particular, uma discussão relevante é qual a melhor estratégia, em termos de política cambial, para alcançar a taxa equilíbrio industrial. Oreiro (2012) sugere uma desvalorização gradual da taxa de câmbio em um sistema de minidesvalorizações do tipo *crawling peg*, enquanto Bresser-Pereira defende uma desvalorização *once-for-all* no contexto de um regime de câmbio flutuante administrado. Neste particular, compartilhamos a visão de que um regime de câmbio flutuante administrado, em tese, é mais adequado para economias emergentes (a não ser para casos de implementação de controles de capitais extensivos, como no caso da China, que assim pode adotar um câmbio semifixo), na medida em que permite combinar flutuação cambial, entendida como necessária para amortecer as pressões externas derivadas de ataques especulativos à moeda doméstica, com intervenção cambial com vistas a afetar o

nível da taxa de câmbio (FERRARI-FILHO; PAULA, 2008-2009). É difícil estabelecer *a priori* a melhor estratégia de desvalorização, mas uma estratégia possível é aproveitar um momento pós-desvalorização abrupta da taxa de câmbio (determinada por “forças de mercado”) e, após isto, a autoridade monetária buscar manipular a taxa de câmbio nominal de forma a manter certa estabilidade da taxa de câmbio real efetiva (FRENKEL, 2006).

Por fim, uma das críticas que se faz ao novo-desenvolvimentismo é a pouca ênfase na questão social e na redistribuição de renda (AMADO; MOLLO, 2015). Em trabalhos recentes, Bresser-Pereira (2015) e Bresser-Pereira et al. (2014) sustentam o uso de uma política de salário mínimo para garantir aumentos reais dos salários de base (para evitar a tendência dos salários crescerem abaixo da produtividade), e ainda defendem que o problema de distribuição de renda seja enfrentado utilizando também uma política de imposto mais progressivo sobre os capitalistas rentistas. Na estratégia novo-desenvolvimentista, a desvalorização cambial resulta em queda temporária dos salários (em função do encarceramento dos bens comercializáveis na cesta de consumo), mas o maior crescimento do produto e da renda mais que compensaria tais perdas a longo prazo. A estratégia novo-desenvolvimentista pode, portanto, ser sintetizada da seguinte forma:

A nação deve recorrer a uma estratégia *export-led* por um breve período somente se a taxa de crescimento atual é insatisfatória e esta taxa está crescendo abaixo da taxa necessária para realização do *catching-up*. Ela estará crescendo abaixo do seu potencial porque a sua taxa de câmbio está sobreapreciada e, por conseguinte, as empresas que utilizam a tecnologia no estado da arte não são competitivas internacionalmente. Será então necessário desvalorizar a taxa de câmbio para o nível de equilíbrio competitivo, e isso vai implicar um aumento da taxa de lucro e uma queda temporária dos salários. Se o país alcança essa mudança e, ao mesmo tempo, é capaz de, por meio da tributação progressiva transferir o sacrifício para os capitalistas rentistas, não haverá aumento da desigualdade entre lucros e salários (BRESSER-PEREIRA et al., 2015, p. 133).

Referências bibliográficas

AMADO, A. M.; MOLLO, M. L. R. The developmentalism debate in Brazil: some economic and political issues. *Review of Keynesian Economics*, v. 3, n. 1, p. 77-89, 2015.

ARAÚJO, E. C. *Política cambial e crescimento econômico: teorias e evidências para países em desenvolvimento e emergentes*. 136 páginas. Tese (Doutorado)–Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2009.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. Keynesian economic policies for the new millennium. *The Economic Journal*, v. 108, p. 181-195, 1998.

BLUEDORN, J. et al. Capital flows are fickle: anytime, anywhere. *IMF Working Paper* WP/13/183. Aug. 2013.

BRESSER-PEREIRA, L. C. O segundo Consenso de Washington e a quase-estagnação da economia brasileira. *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 3, p. 3-34, 2003a.

_____. *Desenvolvimento e crise no Brasil*. 5. ed. São Paulo: Ed. 34, 2003b.

_____. *Macroeconomia da estagnação: crítica da ortodoxia convencional no Brasil pós-1994*. São Paulo: Ed. 34, 2007.

_____. *Globalização e competição: por que alguns países emergentes têm sucesso e outros não*. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2010.

_____. From old to new developmentalism in Latin America. In: OCAMPO, J. A.; ROS, J. (Ed.). *The Oxford Handbook of Latin American Economics*. Oxford: Oxford University Press, 2011.

_____. *Reflecting on New Developmentalism and on preceding Classical Developmentalism*. Disponível em: <<http://www.bresserpereira.org.br/papers/2015/379-Reflecting-on-New-Developmentalism-February22.pdf>>. Acesso em: 20 fev. 2015.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. *Revista de Economia Política*, v. 21, n. 3, p. 146-177, 2002.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; OREIRO, J. L.; MARCONI, N. *Developmental Macroeconomics as a Growth Strategy*. Abington: Routledge, 2015.

CARDARELLI, R.; ELEKDAG, S.; KOSE, M. A. Capital inflows: macroeconomic implications and policy responses. *IMF Working Paper 09/40*, Washington: International Monetary Fund, Mar. 2009.

FERRARI-FILHO, F.; PAULA, L. F. Exchange rate regime proposal for emerging countries: a Keynesian perspective. *Journal of Post Keynesian Economics*, n. 31, p. 227-248, 2008-2009.

FRENKEL, R. An alternative to inflation targeting in Latin America: macroeconomic policies focused on employment. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 28, n. 4, p. 573-591, 2006.

FRITZ, B.; PRATES, D.; PAULA, L. F. Keynes at the periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 42., Natal. *Anais...* Natal: ANPEC, 2014. Disponível em: <http://www.anpec.org.br/encontro/2014/submissao/files_/i7-7db2c867ef1f3165be933e8ed03fd87f.pdf>. Acesso em: 20 fev. 2015.

HARVEY, J. T. *Currencies, Capital Flows and Crises: a post Keynesian analysis of exchange rate determination*. London: Routledge, 2009.

HERMANN, J. O mercado de títulos privados e a inadequação da curva de rendimentos no Brasil: análise teórica e da experiência pós-estabilização (1995-2010). *Working Paper BNDES/ANPEC*, n. 14, ago. 2011.

KEYNES, J. M. O fim do laissez-faire. In: SZMRECSÁNYI, T. (Org.). *John Maynard Keynes*. São Paulo: Ática, 1984.

MARCONI, N. The industrial equilibrium exchange rate in Brazil: an estimation. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 32, n. 4, p. 656-669, 2012.

MOHANTY, M. Fiscal policy, public debt and monetary policy in EMEs: an overview. *BIS Papers*, n. 67. Basle: Bank for International Settlements, 2012.

OCAMPO, J. A. Como fue el desempeño de América Latina durante la crisis financiera global? *Ensayos Económicos BCRA*, v. 61/62, p.17-33, jun. 2011.

OREIRO, J. L. Novo-desenvolvimento, crescimento econômico e regimes de política macroeconômica. *Estudos Avançados*, v. 26, n. 75, p. 29-40, 2012.

OREIRO, J. L.; FEIJÓ, C. A. Desindustrialização: conceituação, causas, efeitos e o caso brasileiro. *Revista de Economia Política*, v. 30, n. 2, p. 219-232, 2010.

OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. O novo-desenvolvimentismo e a agenda de reformas macroeconômicas para o crescimento sustentado com estabilidade de preços e equidade social. In: OREIRO, J. L.; PAULA, L. F.; BASILIO, F. (Ed.). *Macroeconomia do desenvolvimento: ensaios sobre restrição externa, financiamento e política macroeconômica*. Recife: Ed. da UFPE, p.59-94, 2012.

PAULA, L. F. Repensando o desenvolvimentismo. *São Paulo em Perspectiva*, v. 20, n. 3, p. 47-58, 2006.

_____. *Financial liberalization and economic performance: Brazil at the crossroads*. Abingdon: Routledge. 2011.

PAULA, L. F. *Sistema financeiro, bancos e financiamento da economia: uma abordagem keynesiana*. Rio de Janeiro: Campus; Elsevier, 2014.

PASTORE, A. C.; PINOTTI, M. C.; ALMEIDA, L. P. Câmbio e crescimento: o que podemos aprender? In: BARROS, O.; GIAMBIAGI, F. (Org.). *Brasil globalizado*. Rio de Janeiro: Campus; Elsevier, p.269-298, 2008.

PREBISCH, R. *The economic development of Latin America and its principal problems*. New York: United Nations Department of Economic Affairs, mimeo. 1950.

IMF. International Monetary Fund. *The liberalization and management of capital flows: an institutional view*. Washington: International Monetary Fund, Nov. 2012.

REY, H. *Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence*. Mimeo, Aug. 2013.

SAXENA, S. Capital flows, exchange rate regime and monetary policy. *BIS Papers*, n. 35, 2008.

SCHULMEISTER, S. Currency speculation and dollar fluctuations. *Banca Nazionale Del Lavoro Quarterly Review*, Dec. 1988.

SICSÚ, J.; PAULA, L. F.; MICHEL, R. (Org.). *Novo-desenvolvimentismo: um projeto nacional de crescimento com equidade social*. Barueri/Rio de Janeiro: Manole/Konrad-Adenauer-Stiftung, 2005.

SICSÚ, J.; PAULA, L. F.; MICHEL, R. Por que novo-desenvolvimentismo?. *Revista de Economia Política*, v. 24, n. 3, p. 507-524, 2007.

STIGLITZ, J. More instruments and broader goals: moving toward the Post-Washington consensus. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 19, n. 1, p. 94-120, 1999.

THIRLWALL, A. P. *The nature of economic growth*. Cheltenham: Edgard Elgar, 2002.

TREGENNA, F. Characterizing deindustrialization: an analysis of changes in manufacturing employment and output internationally. *Cambridge Journal of Economics*, v. 33, n. 3, p. 433-466, 2009.

WILLIAMSON, J. What Washington means by policy reform'. In: WILLIAMSON, J. (Org.). *Latin America adjustment: how much has happened?* Washington: Institute for International Economics, 1990. Disponível em: <<http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?researchid=486>>. Acesso em: 15 fev. 2015.