

Arthur Batista de Sousa |  
Carmem Aparecida Feijó |

## Regime de metas de inflação, bancos públicos e a coordenação de política monetária: lições da experiência brasileira recente à luz do debate estruturalistas x monetaristas\*

### RESUMO

Fazendo referência ao antigo debate entre monetaristas e estruturalistas, o objetivo deste artigo é discutir em que medida as políticas de combate à inflação e de desembolso do BNDES nos anos 2000 estiveram coordenadas. Nesse sentido, analisamos a questão da coordenação de políticas – monetária, fiscal, creditícia – à luz de objetivos de curto e de longo período. Colocamos as seguintes questões: a) como entender o papel dos bancos públicos, atuando sobre o lado da oferta, contribuindo para o combate à inflação em longo prazo, e b) como conciliar no curto prazo um possível conflito de objetivos entre as políticas monetária e creditícia considerando a atuação do Banco Central e dos bancos públicos (sobretudo o BNDES)? Concluímos que um arcabouço teórico que desconside os efeitos das políticas econômicas de curto prazo na estrutura de oferta em longo prazo, como é o caso do Regime de Metas de Inflação, pode comprometer o potencial de crescimento da economia. Do ponto de vista empírico, constatamos que o desempenho da política econômica brasileira nos anos 2000 apresentou momentos de maior e de menor coordenação entre a atuação do Banco Central e do BNDES.

### Palavras-chave

Inflação, crescimento, coordenação de política econômica.

### ABSTRACT

*In making reference to the age-old debate between monetarists and followers of structuralism this article seeks to uncover to what extent policies aimed at controlling inflation and disbursements by the BNDES (federal development bank) since the year 2000 have been coordinated. To this end we have analyzed the issue of policy coordination – monetary, fiscal, credit – in light of short and long-term goals. We ask the following questions: a) how can we understand the role of the state-controlled banks, on the supply side, in contributing to fighting inflation over the long-term, and b) how can we reconcile, in the short-term, the conflict that may manifest itself between monetary and credit policy goals in terms of the activities of the Central Bank and those of the state-controlled banks (above all the BNDES)? Our conclusion suggests that a theoretical framework that ignores the effects of short-term economic policies on the supply structure over the long-term, as in the case of an Inflation Targeting System, may well jeopardize the economy's potential for growth. From an empirical perspective, we conclude that the performance of Brazil's economic policy since the year 2000 has produced moments of greater and moments of lesser coordination between the activities of the Central Bank and those of the BNDES.*

### Keywords

*Inflation, growth, economic policy coordination.*

\*Agradecemos os pertinentes comentários do parecerista anônimo, que, como de praxe, está isento de imperfeições que porventura persistam no texto.

## Introdução

O dilema sobre como promover o desenvolvimento econômico e manter a inflação sob controle é recorrente na literatura econômica brasileira. Boianovsky (2012), por exemplo, recupera de forma extensa o importante debate entre as correntes estruturalista-cepalina e a monetarista nos anos 1950 e 1960<sup>1</sup> sobre inflação e crescimento na América Latina, envolvendo de forma ativa no Brasil economistas influentes como Celso Furtado, Mario Henrique Simonsen, Roberto Campos, entre outros<sup>2</sup>. Mais recentemente, com o advento do cenário de recessão mundial, a questão ressurgiu na imprensa brasileira e nos meios de comunicação acadêmicos<sup>3</sup>, colocando em campos potencialmente opostos a atuação dos bancos públicos de desenvolvimento, em particular o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, e o Banco Central do Brasil, responsável pela manutenção do Regime de Metas de Inflação.

Este artigo parte do princípio de que momentos de forte crise econômica estimulam a reflexão e permitem avanços tanto na teoria econômica como na gestão das políticas macroeconômicas. Neste sentido, a atual crise pode ser entendida também como uma oportunidade para se questionar os pressupostos do que se convencionou chamar na literatura econômica moderna de ‘Novo Consenso Macroeconômico’. Esse consenso representa um núcleo central de proposições de políticas macroeconômicas com grande aceitação pelo *mainstream*. Mais especificamente, em se tratando da política monetária, a condução desta deveria ser pautada no Regime de Metas de Inflação (RMI) atrelado à ideia de um Banco Central independente, pois duas das premissas básicas do RMI são a da neutralidade da moeda no longo prazo e que a estabilidade macroeconômica é condição necessária e suficiente para o crescimento econômico.

Esta linha de raciocínio assume que trajetórias de crescimento são únicas e neste sentido o receituário do arcabouço teórico do RMI deve funcionar, sempre que seus pressupostos teóricos sejam observados. Porém, cabem algumas perguntas. Até que ponto as medidas de política econômica propostas por esse arcabouço geram os resultados esperados em todos os países? A economia brasileira apresenta as condições para que tais pressupostos se verifiquem? E, por fim, a sua efetiva implementação ocorre de forma coordenada entre os diversos atores responsáveis pela execução das políticas econômicas?

No referido debate dos anos 1950 e 1960, essas questões, em larga medida, estavam colocadas, dado que os estruturalistas-cepalinos diagnosticavam

1. O autor lembra que “In January 1963 eighty economists attended an international conference on “Inflation and Growth in Latin America” held in Rio... The conference volume, edited by Werner Baer and Isaac Kerstenetzky (1964), has been regarded as the climax of a decade of intense debate between ‘structuralists’ and ‘monetarists’ about the interpretation of chronic inflation in some Latin American countries (especially Argentina, Brazil and Chile) and the design of proper stabilization policies...” (2012, p. 1).

2. Boianovsky observa que os adjetivos ‘monetarista’ e ‘estruturalista’ foram introduzidos por Roberto Campos em um importante *survey* do debate no início dos anos 1960. Segundo o autor, foi ele também quem cunhou as expressões ‘monetarismo’ e ‘estruturalismo’, antes da controvérsia entre monetaristas e keynesianos que dominou o debate na Europa e nos Estados Unidos no final dos anos 1960.

3. Ver, por exemplo, Sicsú et alii (2005), Puga e Borça Jr. (2011), entre outros.

a inflação crônica a partir de especificidades do processo de desenvolvimento latino-americano. Assim, para a corrente estruturalista, a inflação na América Latina seria o resultado do processo de industrialização via substituição de importação, permitindo ao setor industrial reter parte dos ganhos de produtividade. Esse processo gerava um crescimento desequilibrado entre a estrutura da oferta e o padrão de demanda, com a oferta inelástica e preços rígidos à queda e a composição da demanda se alterando com a mudança dos preços relativos. Mudanças nos preços relativos se transformariam em inflação devido aos ‘mecanismos de propagação’, ou seja, a habilidade de alguns agentes de manter ou ampliar sua participação na Renda Nacional. Assim, a inflação era vista como o resultado de um conflito social, no qual alguns agentes teriam como melhor defender sua renda no contexto de mudança nos preços relativos do que outros. A solução para o combate à inflação crônica passaria pela superação dos ‘gargalos’ da oferta, que implicaria aprofundar o processo de industrialização e reduzir o componente importado da demanda agregada. A moeda, nesse contexto, era vista como endógena ao processo inflacionário, não podendo, portanto, ser a causa do mesmo. A corrente monetarista, por sua vez, interpretava a inflação como consequência do excesso de oferta de moeda, associada a déficits fiscais, que provocariam um excesso de demanda em relação à capacidade de oferta. Essa corrente valoriza assim o argumento de que o importante seria observar níveis de demanda agregada compatíveis com os da oferta agregada, e o controle da oferta de moeda seria a chave para conter excessos de demanda.

O objetivo deste artigo é apresentar evidências de que o cenário de recessão mundial parece estar oferecendo uma oportunidade interessante para que os gestores de política econômica no Brasil possam inserir mecanismos de combate à inflação visando o longo prazo, associados a medidas de cunho mais estruturalista-desenvolvimentista, ou seja, visando a superação de gargalos ainda presentes na estrutura produtiva brasileira. Porém, à luz do debate contemporâneo de combate à inflação, a questão da coordenação de políticas – monetária, fiscal, creditícia – visando a maior eficiência de instrumentos de política econômica deve ser enfrentada. O enfoque que propomos desenvolver neste trabalho, e que é novo no debate atual, diz respeito à questão da coordenação de instrumentos dentro da política monetária, incluindo aqui uma política pública de crédito. Esta abordagem se torna relevante quando se considera a presença de bancos públicos como integrantes do sistema financeiro doméstico, cumprindo funções específicas não cobertas pelo sistema financeiro privado. Assim, colocamos as seguintes questões: a) como entender o papel dos bancos públicos, atuando sobre o lado da oferta, contribuindo para o combate à inflação em longo prazo, e b) como conciliar no curto prazo um possível conflito de objetivos entre as políticas monetária e creditícia, considerando a atuação do Banco Central e dos bancos públicos (sobretudo o BNDES)?

Adianta-se que a economia brasileira apresenta tanto restrições de ordem estrutural, pelo lado da oferta, como descompassos e pressões, pelo lado da demanda. Como consequência, um arcabouço teórico que desconsidere os efeitos das políticas econômicas de curto prazo na estrutura de oferta em longo prazo, como é o caso do RMI, pode comprometer o potencial de crescimento da economia. Nesse sentido, ao se incorporar o papel dos bancos públicos como agentes ativos em políticas estruturantes anti-inflacionárias, pode-se enriquecer a discussão sobre instrumentos de combate à inflação para além do RMI, que propõe utilizar somente a taxa de juros para controlar a demanda agregada. Ou seja, este trabalho sugere que o RMI pode não ser a melhor alternativa ou a única quando se assume que as pressões inflacionárias podem advir não apenas da demanda muito aquecida, mas também dos choques de oferta que podem ter seus efeitos prolongados na economia se a estrutura produtiva apresenta gargalos estruturais<sup>4</sup>. Todavia, o que se observa é que, ao se inserir a política de crédito dos bancos públicos como instrumento auxiliar no combate à inflação, surge um problema de coordenação dentro da política monetária, tendo em vista a característica curto-prazista do RMI. Com isso, percebe-se a relevância do tema, tendo em vista ser a política monetária um dos principais instrumentos de intervenção do governo na economia e a não correção/minimização de uma possível problemática de coordenação entre seus agentes, podendo conduzir a economia a resultados insatisfatórios em nível de crescimento com estabilidade de forma estrutural.

Para discutir o problema de coordenação entre instrumentos da política monetária, entendida aqui como política de juros e de crédito, este trabalho está estruturado em mais quatro seções: a segunda apresenta de forma resumida o debate sobre as causas da inflação, considerando as vertentes monetaristas e keynesianas. Na terceira seção, discutem-se os fundamentos do RMI, destacando possíveis limitações para o crescimento em longo prazo e o papel dos bancos públicos. A quarta seção apresenta uma análise empírica para os anos 2000 na economia brasileira, discutindo a questão da coordenação de objetivos da política monetária com a atuação do BNDES na década. Segue uma metodologia simples de comparar a atuação do Banco Central do Brasil com os desembolsos do BNDES. A última seção apresenta as conclusões.

4. Para uma discussão crítica sobre o RMI, ver, por exemplo, Oreiro et alii, 2009.

5. Utiliza-se o termo heterodoxo para agregar escolas como a estruturalista, novo-keynesiana e pós-keynesiana, que não adotam as premissas da abordagem convencional sobre a questão inflacionária.

## 2. Inflação: interpretações sobre suas causas na literatura econômica

O processo inflacionário, em grande medida, pode ser compreendido à luz de duas interpretações sobre suas causas: uma mais convencional, que entende o processo inflacionário como um problema de demanda (*demand-pull*), e uma menos convencional, que chamaremos de heterodoxa<sup>5</sup>, que entende o processo

inflacionário como um problema também de restrição de oferta e, portanto, assume que, na maioria dos casos, a razão principal da inflação pode ser uma inflação de custos (*cost-push*). Consequentemente, cada vertente de interpretação apresenta propostas de políticas de combate à inflação diferentes e em alguns pontos divergentes.

Uma definição genérica identifica o fenômeno da inflação como um processo de aumento generalizado e permanente no nível geral de preços. Este aumento, por sua vez, pode ter várias origens, as quais podem ser divididas em três categorias: inflação expectacional, inflação de demanda e inflação de custos (Carvalho, 2007)<sup>6</sup>. Formalmente, pode-se representar de forma simplificada tais determinantes através da função:

$$\pi_t = \pi^e - \phi(\mu - \mu_n) + \varepsilon$$

onde  $\pi_t$  é a inflação em  $t$ ;  $\pi^e$  é o componente de expectativas sobre a inflação em  $t$ ;  $\phi(\mu - \mu_n)$  é o componente da inflação de demanda com  $\mu - \mu_n$  representando o hiato de pleno emprego, com  $\mu$  sendo a taxa de desemprego e  $\mu_n$  sendo a taxa natural de desemprego e  $\varepsilon$  é o componente de inflação de custos.

A primeira categoria está relacionada com o componente das expectativas, isto é, a capacidade dos agentes econômicos de influenciar o valor da taxa de inflação hoje ( $t$ ) através dos valores passados e/ou futuros da mesma variável. Na hipótese de a taxa de inflação em ( $t$ ) ser afetada por seus valores passados, tem-se a existência de um tipo de inflação conhecido como inflação inercial<sup>7</sup>.

A segunda categoria está relacionada com a ideia de pressões pelo lado da demanda, isto é, com o fato de a economia estar trabalhando em condições de pleno emprego (ou muito próximo), de tal sorte que qualquer elevação no nível de demanda agregada se traduz em aumentos no nível geral de preços. “A inflação de demanda ocorre quando o hiato de [pleno] emprego não é mais positivo. Neste estágio, os aumentos de gastos do governo, de investimento ou de consumo provocam inflação, *cet. par.*” (Sicsú, 2003, p. 126). A terceira categoria está relacionada com as restrições impostas pelo lado da oferta (inflação de custos).

O nível de importância atribuído a cada uma dessas três categorias, e por consequência às medidas econômicas propostas para conter a inflação, está no cerne da diferenciação entre uma abordagem mais ortodoxa *vis-à-vis* uma abordagem mais heterodoxa<sup>8</sup>.

## 2.1 Abordagem convencional

A abordagem ortodoxa de identificação das causas e de combate à inflação está pautada na inflação de demanda, ou seja, na identificação de que o hiato de produto<sup>9</sup> é positivo e, dessa forma, qualquer expansão no nível de demanda agregada resultará apenas em aumento do nível geral de preços.

6. Conforme apontado por Boianovsky (*op. cit.*), a visão estruturalista da inflação considera em simultâneo a operação de fatores de oferta e de demanda para explicar a alta crônica de preços.

7. Inflação inercial refere-se à ideia de memória inflacionária, em que o valor atual é influenciado pelos valores passados e é decorrente de mecanismos de indexação.

8. Para um contraponto entre o novo consenso macroeconômico e a crítica heterodoxa à questão da inflação e de instrumentos para seu combate, ver, por exemplo, no primeiro caso, *short notes* publicados na *The American Economic Review*, de Blanchard (1997), Blinder (1997), Taylor (1997), e no segundo caso Amadeu (1998), Lavoie (2006), Missio e Oreiro (2008), entre outros.

9. O hiato do produto é uma relação macroeconômica entre o produto efetivo e o produto potencial:  $(Y - Y^p)$ , onde  $Y$  é o produto efetivo e  $Y^p$  é o produto potencial.

Essa pressão na demanda agregada, por sua vez, pode ocorrer devido a diversos fatores como o aumento dos gastos de consumo, de investimento, do governo ou através da expansão dos meios de pagamentos que, por fim, sanciona e reflete estes aumentos. A explicação para o fenômeno monetário da inflação é a seguinte: um aumento na oferta de moeda gera, como primeiro impacto, um encaixe excedente nas empresas e nos demais agentes econômicos que, de posse desse encaixe excedente, aumentarão seus dispêndios. O aumento da despesa provocará igual incremento do produto nominal. Assumindo-se que o nível de produção é inelástico, pois a economia encontra-se em pleno emprego, o efeito do choque monetário, *ceteris paribus*, será o aumento no nível geral de preços. “Quanto maior o fluxo monetário ou menor o volume de mercadorias e serviços, mais altos os preços. E vice-versa”<sup>10</sup>.

Seguindo esse diagnóstico, políticas macroeconômicas convencionais devem ser guiadas com o objetivo de contenção da demanda agregada, principalmente através da redução dos gastos do governo e da redução da oferta monetária e do crédito.

## 2.2 Abordagem heterodoxa

Para essa corrente, o processo inflacionário é originário, principalmente, das idiossincrasias e restrições das estruturas produtivas das economias, em particular nas em desenvolvimento, advindo pelo lado da oferta (inflação de custos). Os determinantes da inflação de custos são: (i) inflação de salários; (ii) de grau de monopólio; (iii) de retornos decrescentes; (iv) importada; (v) de choques e (vi) de impostos<sup>11</sup>.

A inflação de salários está ligada aos efeitos dos aumentos dos salários nominais *vis-à-vis* ao aumento da produtividade dos trabalhadores sobre os custos e, assim, sobre os preços finais dos bens/serviços. A magnitude de cada um desses aumentos determinará os possíveis repasses por parte das empresas. Os aumentos salariais são obtidos nas negociações entre trabalhadores e empresários e dependem, portanto, da mobilização política de ambas as partes. A produtividade, por sua vez, é determinada em grande medida por políticas governamentais de capacitação da força de trabalho e pelo desenvolvimento tecnológico. A inflação de salário é mais fácil de ocorrer e se propagar pela economia conforme esta se aproxima do pleno emprego<sup>12</sup>.

A inflação de grau de monopólio (ou de preços administrados) está ligada à capacidade das empresas de aumentar unilateralmente seus preços ao perceberem uma elasticidade dos mercados favorável à elevação de suas margens de lucros através de um incremento nos preços. O potencial da inflação de grau de monopólio depende diretamente do grau de monopólio da economia e da influência do *mark-up* das empresas.

A inflação de retornos decrescentes ocorre quando as firmas passam

10. Gudín (1968, p. 122).

11. A classificação apresentada está baseada em Davidson (1994, caps. 9 e 12), Lavoie (1992, cap. 7) e Minsky (1986, cap. 11).

12. Quando o hiato de emprego é reduzido, fica mais fácil para os trabalhadores individualmente ou coletivamente obterem tais ganhos e mais fácil para os empresários repassarem essa elevação de custos aos preços. Sendo assim, esse tipo de inflação tende a se tornar mais perigoso quando o hiato de emprego diminui (Sicsú, 2003, p. 22).

a operar nas faixas de retornos decrescentes devido à expansão da produção. Nesse segmento, os custos começam a ser pressionados para cima. Nessas condições, um dos principais impactos advém da escassez da mão de obra qualificada que começa a surgir. Assim, esse tipo de inflação assume importância conforme a economia se aproxima da situação de pleno emprego.

A inflação importada diz respeito ao aumento dos preços internos devido ao repasse dos custos maiores advindos de produtos importados mais caros. Tal fenômeno pode ocorrer por causa da participação dos produtos internacionais na cesta de bens/serviços consumidos ou pela participação desses produtos como insumos nas cadeias produtivas (*inputs* no processo produtivo). A capacidade do setor externo em afetar a trajetória dos preços domésticos depende da variação dos preços internacionais, da taxa de câmbio e do grau de abertura da economia. As duas primeiras características estão ligadas diretamente com os bens/serviços importados. A terceira está vinculada à vulnerabilidade potencial<sup>13</sup>.

A inflação de choques está relacionada aos choques de oferta domésticos que têm o impacto de reduzir a oferta e aumentar conseqüentemente os custos e preços. O grau de repasse da inflação de choques depende tanto da proximidade da economia da situação de pleno emprego como do grau de monopólio desta. Quanto mais próximo do pleno emprego e quanto maior o grau de monopólio da economia, maior a capacidade dos empresários de transmitir os efeitos dos choques sobre os custos para os preços finais.

Por último, a inflação de impostos diz respeito aos repasses para os preços finais devido ao aumento dos custos tributários. O grau de repasse depende, assim como na inflação de choques, da proximidade da economia na situação de pleno emprego, bem como do grau de monopólio, pois maior é a capacidade dos empresários de repassar, *ceteris paribus*, o aumento dos custos tributários para os preços.

Dos sete tipos de inflação apresentados, seis são verdadeiramente tipos de inflação de custos. Percebe-se com isso que, exceto a inflação de demanda, todas as outras causas inflacionárias podem surgir, em maior ou menor grau, em situações em que a economia encontra-se aquém da situação de pleno emprego.

Dessa forma, fica claro que, existindo múltiplas formas e causas de pressão inflacionária e sendo na maioria dos casos provenientes pelo lado da oferta, as respostas dadas pelas autoridades econômicas deveriam levar em conta tais fatos, com a adoção de medidas que visam, em conjunto com as medidas de curto prazo de atenuação do processo inflacionário, atacar as suas causas estruturais. Este argumento é mais reforçado ainda quando se considera, como os estruturalistas-cepalinos, que os mecanismos de propagação das pressões inflacionárias são mais fortes em economias em desenvolvimento, em que estruturas produtivas são muito heterogêneas e as desigualdades de renda e riqueza muito acentuadas.

**13.** Juntamente com a meta, define-se um intervalo (banda) para poder acomodar choques internos e/ou externos de modo que qualquer desvio para cima em torno da meta (desde que considerado aceitável) não seja interpretado como um estouro e assim um fracasso.

### 3. Regime de Metas de Inflação e a presença de bancos públicos: é possível conciliar objetivos?

A atual forma de condução da política monetária pelos bancos centrais tem como base teórica o RMI. Nesta seção, apresentamos os pressupostos do RMI, explicitando os efeitos do uso do principal instrumento à disposição dos bancos centrais, a taxa de juros, tanto no curto como no longo prazo. Esta apresentação será seguida por uma discussão sobre o papel dos bancos públicos atuando como agentes auxiliares no controle inflacionário.

#### 3.1 Regime de Metas de Inflação

O RMI é uma sistemática como diretriz para a política monetária que se caracteriza pelo anúncio prévio de uma meta quantitativa para a taxa de inflação dos períodos subsequentes, com a finalidade de servir de principal guia para a formação de expectativas para a inflação. A literatura econômica sobre o tema aponta duas abordagens para o RMI: um regime de metas mais flexível e um mais estrito. A diferença entre ambos reside no fato de que, no regime flexível (*flexible inflation targeting*), o objetivo de estabilização dos preços pode ser acompanhado do objetivo de estabilização do produto, desde que a estabilidade dos preços não seja violada; enquanto no regime estrito (*strict inflation targeting*) o único e exclusivo objetivo é a estabilidade dos preços.

Tanto na abordagem estrita como na abordagem flexível, as premissas básicas que definem o regime são: neutralidade da moeda no longo prazo; existência de um viés inflacionário (*inflationary bias*) e inconsistência temporal de políticas econômicas. Definem-se estas premissas teóricas para depois abordar a operacionalização.

#### Neutralidade da moeda

Entende-se por neutralidade da moeda a capacidade da moeda de não afetar variáveis reais da economia. Com a suposição da moeda neutra, vale a dicotomia clássica, ou seja, a moeda só é capaz de afetar o lado nominal da economia sem nenhum impacto no lado real. “The hallmark of classical macroeconomic theory is the separation of real and nominal variables.” (Snowdon, 2005, p. 69).

Neste sentido, ainda que no curto prazo a política monetária possa afetar a economia no seu lado real, no longo prazo, após os ajustes intramercado, a economia tenderia para o pleno emprego e assim qualquer efeito da política monetária se daria sobre variáveis nominais, leia-se inflação. Logo, a política monetária deveria concentrar seus esforços em manter o valor da moeda.

**14.** Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment: não é uma taxa de desemprego medida estatisticamente, e sim deduzida de um modelo teórico, a fim de construir o argumento em favor de políticas não discricionárias, ou seja, a favor de regras.



**Existência de um viés inflacionário (*inflationary bias*)**

A existência do problema do viés inflacionário abarca duas questões, a saber: as preferências dos *policymakers* e o ciclo político, que em última instância estariam ligados às políticas discricionárias (Snowdon, 2005).

A primeira questão seria a existência de uma propensão inerente às autoridades econômicas de implementar políticas econômicas discricionárias na tentativa de manter a taxa de desemprego abaixo da NAIRU<sup>14</sup>. Nesse sentido, haveria uma tendência ou incentivo para as autoridades econômicas reduzirem o desemprego com políticas econômicas inflacionárias, ou seja, uma exploração do *trade-off* intertemporal da curva de Philips, pois estas teriam uma taxa de desconto intertemporal alta e prefeririam um desemprego menor agora com uma taxa de inflação maior no longo prazo.

A segunda questão diz respeito ao ciclo político eleitoral, ou seja, além da característica inerente das autoridades econômicas, existiria a influência das eleições sob o comando da política monetária. Num período próximo das eleições, poderia haver, no caso de uma autoridade monetária subserviente à autoridade fiscal, uma pressão para um nível de desemprego menor (com contrapartida uma inflação maior), tendo em vista o efeito político dessas medidas sobre as possibilidades de sucesso nas eleições. Dessa forma, tem-se que a adoção de uma condução da política monetária através de regras<sup>15</sup> poderia minimizar ou acabar com o viés inflacionário.

**Inconsistência temporal de políticas econômicas**

O problema da inconsistência temporal pode ser entendido como o incentivo das autoridades econômicas em renunciar aos anúncios realizados<sup>16</sup>. Isto implica a adoção de políticas discricionárias motivadas pelo viés inflacionário e que levariam a políticas que não seriam sustentáveis, ou seja, levariam apenas a um nível de inflação maior. Segundo Kyland e Prescott (1977, p. 4): “Doing what is best, given the current situation, results in an excessive level of inflation, but unemployment is no lower than it would be if inflation (possibly deflation or price stability) were at the socially optimal rate”.

Nesse sentido, o RMI possibilita uma restrição da inconsistência temporal ao acabar/minimizar a utilização de políticas discricionárias (viés inflacionário) e dessa forma geraria uma maior credibilidade na política monetária.

***Modus operandi***

O RMI tem na política monetária a política econômica chave para alcançar suas metas e isso é realizado através da taxa de juros, ou seja, a taxa de juros é o instrumento *par excellence* utilizado pela autoridade monetária para controlar preços.

Vale lembrar que esse instrumento é aplicado independentemente da causa para a pressão de alta nos preços e atinge, por meio dos canais de

**15.** Uma ressalva, entretanto, é necessária, pois todos os regimes de política monetária podem ser considerados como discricionários, sendo a discricção apenas uma questão de grau: “Uma das principais características do regime de metas para a inflação é que essa estrutura não pode ser entendida como um caso de regra rígida. De forma diferente de simples regras políticas, as metas para a inflação permitem ao BCB o uso de modelos de estrutura e decisão em conjunto com todas as informações relevantes para determinar a ação política mais adequada para obter a meta anunciada. Além disso, há a vantagem de que o regime em consideração possibilita o uso de políticas discricionárias sem levar à perda de credibilidade. Ou seja, o regime de metas inflacionárias deve ser entendido como um caso onde há discricção limitada. De Mendonça (2001, p.1).

**16.** Como mostra Snowdon (2005, p. 270): “Suppose a government formulates what it considers to be an optimal policy which is then announced to private agents. If this policy is believed, then in subsequent periods sticking to the announced policy may not remain optimal since, in the new situation, the government finds that it has an incentive to renege or cheat on its previously announced optimal policy. The difference between ex ante and ex post optimality is known as ‘time inconsistency’”.

**17.** Uma boa referência a esta discussão pode ser encontrada em De Mendonça (2001).

transmissão<sup>17</sup> da política monetária, o nível de demanda agregada e, através dessa, o nível geral de preços da economia. Os canais de transmissão da política monetária se desdobram em cinco: taxa de juros; taxa de câmbio; preço dos ativos; crédito e expectativas – e estão representados no Diagrama 1.

O objetivo do Diagrama 1 é ilustrar os mecanismos de transmissão da política monetária, atuando sempre na demanda agregada, supondo ser essa a única causa da inflação.

Diagrama 1 - Principais mecanismos de transmissão da política monetária



Fonte: Banco Central do Brasil (1999).

Assim, nos cinco canais de transmissão, o efeito da taxa de juros sobre a inflação se dá através da contração da demanda agregada, pois a política monetária exercida no RMI tem no controle da demanda agregada a variável-chave para o controle da inflação<sup>18</sup>. Isso implica dizer que qualquer pressão inflacionária, não importando sua origem, será combatida somente através do controle da demanda.

O corolário desse fato, e de interesse deste trabalho, é que a influência da taxa de juros sobre o controle da inflação via demanda agregada atinge indistintamente tanto os gastos de consumo corrente como os de investimento. Além disso, como visto, a literatura heterodoxa aponta que há muitas causas para a inflação, sendo as pressões sobre preços, em sua grande maioria, geradas por problemas na oferta. Assim, se no curto prazo (estática comparativa) o controle da inflação por meio da taxa de juros pode ser eficaz ao contrair a demanda agregada,

18. Exceção feita pelo canal da taxa de câmbio, que, além do efeito através da demanda agregada, possui a via dos preços externos que impactam diretamente na inflação.

independentemente da origem da inflação, quando se considera uma perspectiva de longo prazo (dinâmica intertemporal), o efeito da taxa de juros sobre o agregado do investimento torna-se perverso ao restringir a expansão de capacidade produtiva. Ao fazermos a distinção entre os efeitos sobre gastos correntes e gastos de investimento, assumimos que a moeda não é neutra no longo prazo. Nas palavras de Carvalho (2005, p. 5): “... a política monetária afeta não apenas a produção corrente, mas também as decisões de investimento e, portanto, as possibilidades reais da economia mesmo no longo termo”.

Em economias emergentes, mais sujeitas a choques externos, o RMI pode submeter a economia a taxas de juros altas por longos períodos de tempo, e possivelmente com alta volatilidade, afetando negativamente a formação de expectativas quanto ao comportamento da renda agregada e, portanto, quanto ao retorno esperado de projetos de investimento. Dessa forma, a economia pode registrar um padrão de crescimento tipo *stop and go*, com taxas abaixo de seu potencial e baixa taxa de formação de capital, que é variável decisiva para a superação de restrições estruturais pelo lado da oferta no longo prazo. Tal situação pode ainda ser agravada caso se considere que economias com histórico de alta instabilidade de preços tendem a apresentar um mercado financeiro privado atrofiado e incapaz de fornecer, em volume e condições adequados, recursos para projetos de longa maturação.

### 3.2 Bancos públicos e a questão da coordenação de política monetária

Por outro lado, a presença de bancos públicos fornecendo crédito de longo prazo (subsidiado ou não) para contornar o racionamento de crédito apresenta-se como uma resposta ou pelo menos uma forma de mitigar tal restrição. A racionalidade econômica desses agentes, que não utilizam apenas indicadores financeiros privados como balizador de suas políticas, mas também possuem a característica de ser agentes públicos, permite uma maior flexibilidade em termos de atuação anticíclica<sup>19</sup>. Dito de outra maneira, bancos públicos, por sua natureza, não apresentam a característica de reforçar o ciclo econômico, assim como os bancos privados que adotam posturas alavancadas em expansões e posturas contracionistas em recessões. É nesse sentido que podemos argumentar que, para além de um desempenho que tende a ser mais perene e estável, bancos públicos podem atuar em políticas estruturantes que complementam a atuação do Banco Central no longo prazo.

Se esse for o caso, pode existir a possibilidade de uma falta de convergência de objetivos no curto prazo entre o RMI e a atuação contracíclica dos bancos públicos, ou seja, pode surgir o que convencionaremos chamar de uma problemática de coordenação. Para explicar melhor essa questão, basta lembrar que, na macroeconomia de Keynes, o investimento é tanto um componente da demanda agregada como da oferta agregada. No curto prazo, aumento no investimento, via efeito multiplicador, aumenta renda e emprego<sup>20</sup>, podendo, portanto, pressionar

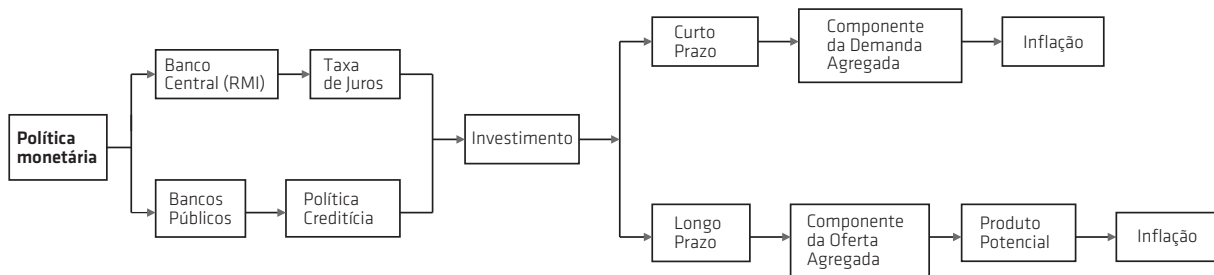
19. Para uma discussão sobre o papel de bancos públicos como estratégia de desenvolvimento, ver Hermann, 2009.

20. Keynes, 1936, cap. 10.

a inflação. No longo prazo, aumenta o estoque de capital, aumentando o potencial de oferta da economia e, assim, contribuindo positivamente para o controle de preços. Identifica-se dessa forma uma contradição das políticas econômicas por parte do Banco Central (balizado pelo RMI) e de bancos públicos financiando investimento de longo prazo em virtude dos efeitos dos instrumentos desses agentes sobre a economia no curto prazo.

O Diagrama 2 ilustra como seria o mecanismo de transmissão da política monetária, entendida como a atuação do Banco Central segundo os preceitos do RMI e da política de crédito dos bancos públicos, ambas sobre o investimento, e qual o impacto no curto e no longo prazo.

Diagrama 2 - Mecanismo de transmissão da política monetária e do crédito público sobre o investimento



Fonte: Elaboração dos autores.

Se, no curto prazo, identifica-se a possibilidade de contradição entre os objetivos da política no combate à inflação pelo Banco Central através do RMI e a atuação de bancos públicos, no longo prazo o efeito do investimento realizado, através da disponibilidade de crédito público, seria o de expandir o potencial de oferta da economia, contrabalançando o efeito negativo sobre as expectativas empresariais da retração da demanda agregada no curto prazo. Vê-se, assim, que o comportamento dos bancos públicos e suas políticas de financiamento de longo prazo apresentariam o efeito oposto ao do Banco Central sob o RMI. Através de suas políticas expansivas de crédito, esses estimulariam o investimento, podendo exercer pressões no nível de demanda agregada no curto prazo, contrapondo-se à política do Banco Central. Entretanto, no longo prazo, esses financiamentos estariam contribuindo para uma política estruturante anti-inflacionária, uma vez que a capacidade produtiva da economia iria aumentar, assim como a produtividade. Se entendermos que tais políticas podem ser incorporadas como mecanismos de superação de restrições estruturais pelo lado da oferta, abre-se espaço para

uma política anti-inflacionária de longo prazo através da atuação de bancos públicos<sup>21</sup>.

O RMI pode ser um regime limitado para responder à questão de crescimento com estabilidade de preços, em economias com uma história de alta inflação não muito distante no tempo. Em geral, a questão do crescimento tende a ficar prejudicada, ou seja, situar-se abaixo do potencial em longo prazo, por conta da restrição ao investimento produtivo pela tendência à alta na taxa de juros por longos períodos de tempo. Retomando o debate entre estruturalistas-cepalinos e monetaristas, vale lembrar as palavras de Prebisch:

“É impossível combater a inflação ou prevenir seu ressurgimento com medidas puramente monetárias; elas têm que ser inseridas no quadro de uma política vigorosa de desenvolvimento econômico, que garanta o equilíbrio estrutural da economia. Só então se poderá exigir da política monetária o que ela pode dar: estabilidade, condição essencial – mas não única – do desenvolvimento econômico”. Prebisch (1961, p. 452)

**21.** Para uma interessante crítica do impacto do RMI no crescimento em longo prazo pelo seu efeito sobre as decisões privadas de investimento em ativo fixo, ver, por exemplo, Mollo *et alii*, 2012.

**22.** As taxas médias de crescimento do PIB (na comparação trimestre contra igual trimestre do ano anterior) foram, respectivamente, 1,9%, 5,0% e 3,2%.

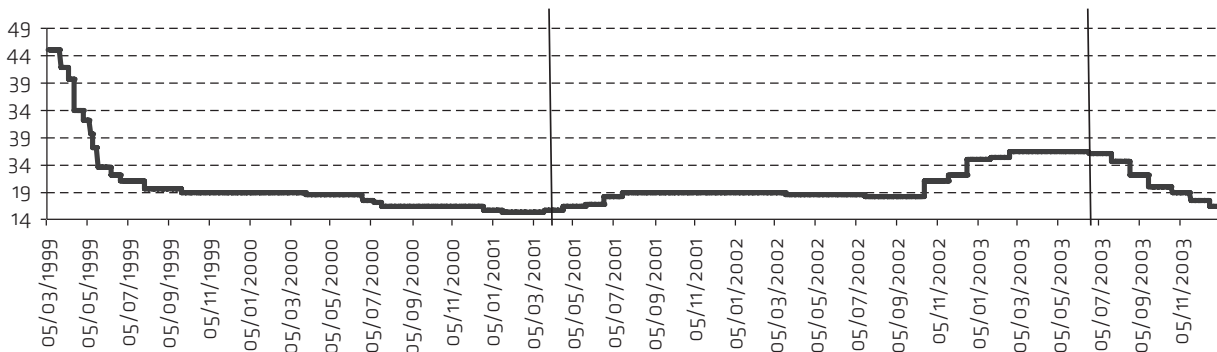
#### 4. RMI e atuação do BNDES: a economia brasileira nos anos 2000

O objetivo desta seção é analisar a evolução da taxa Selic e o comportamento dos desembolsos do BNDES (aqui tomado como representativo dos bancos públicos atuando na economia brasileira) desde 1999, identificando fases de maior e menor convergência na atuação do Banco Central e do BNDES. São identificados três períodos: 1999-2003; 2004-2007 e pós-2008 (até 2011)<sup>22</sup>.

##### 1999-2003

O primeiro período pode ser caracterizado como o momento de transição na política monetária, pelo abandono da âncora cambial substituído pela âncora monetária dentro do arcabouço do RMI e com a adoção do regime de câmbio flutuante. Nesse período, temos três movimentos bem distintos por parte do Banco Central, a saber: um primeiro movimento adotando uma política monetária mais expansionista (do 1º trimestre de 1999 ao 1º trimestre de 2001), seguido de uma reversão para um comportamento contracionista (do 2º trimestre de 2001 ao 2º trimestre de 2003) e, por fim, o retorno a uma política expansionista (do 3º trimestre de 2003 ao 3º trimestre de 2004) (Gráfico 1).

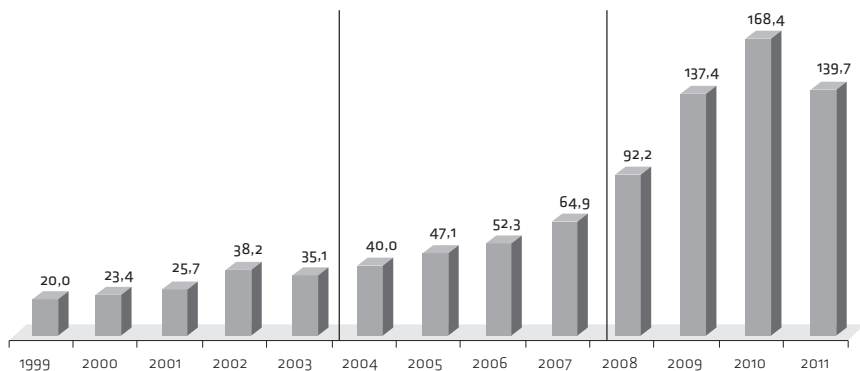
Gráfico 1 - Taxa de juros - Meta Selic definida pelo Copom - % a.a. - 1999-2003



Fonte: BCB - Copom. Elaboração dos autores.

Os desembolsos do BNDES revelam dois movimentos: um inicial de aumento dos desembolsos (de 1999 a 2002), seguido de uma reversão em 2003 (Gráfico 2). De uma forma geral, percebe-se que em um primeiro momento houve uma convergência de políticas, com uma postura expansionista por parte dos dois agentes. Em um segundo momento, quando o Banco Central, no início de 2001, reverteu a sua atuação assumindo uma postura contracionista, o BNDES manteve e, inclusive, aumentou a taxa de crescimento dos seus desembolsos até 2002. Por fim, em um terceiro momento, temos a adoção, por parte do Banco Central, de uma política mais frouxa, e o BNDES adotando uma postura mais conservadora (2003), diminuindo seus desembolsos após atingirem elevados níveis no ano anterior. Dessa forma, como padrão de coordenação da política monetária nesse período, percebem-se fases com uma maior convergência de políticas e períodos com menor padrão de convergência, o que chamaremos de um viés de coordenação.

Gráfico 2 - Desembolsos do sistema BNDES - Total - R\$ (bilhões) - 1999-2011



Fonte: BNDES. Elaboração dos autores.

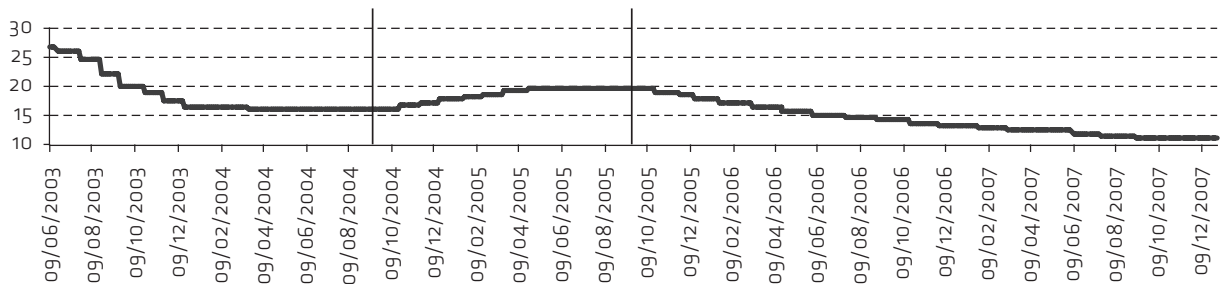
## 2004-2007

Esse período ficou conhecido na literatura mundial como o auge da “Grande Moderação”, ou seja, uma fase marcada por um ciclo expansivo de comércio acompanhado de folga na liquidez internacional. Em termos de gestão da política monetária no Brasil, esta havia encontrado a sua operacionalização ótima no RMI, com aumento da credibilidade.

Percebem-se três momentos distintos, a saber: a manutenção do afrouxamento na liquidez que havia iniciado em meados de 2003 (3º trimestre de 2003 ao 3º trimestre de 2004); uma reversão desse processo com uma política monetária contracionista (do 4º trimestre de 2004 ao 3º trimestre de 2005) e, por fim, a retomada do processo de expansão monetária (do 4º trimestre de 2005 ao 2º trimestre de 2008) (Gráfico 3).

O comportamento dos desembolsos do BNDES, por sua vez, pode ser sintetizado através de uma contínua expansão dos seus desembolsos (Gráfico 2). Entretanto, analisando a variação dos desembolsos por ano, podemos ver que esse período foi de alto grau de coordenação da política monetária, com movimentos convergentes, ou seja, os desembolsos do BNDES apresentaram variações maiores em períodos marcados por uma política monetária expansionista por parte do Banco Central e variações menores em períodos de aperto monetário.

Gráfico 3 - Taxa de juros - Meta Selic definida pelo Copom - % a.a. - 2003-2007



Fonte: BCB - Copom. Elaboração dos autores.

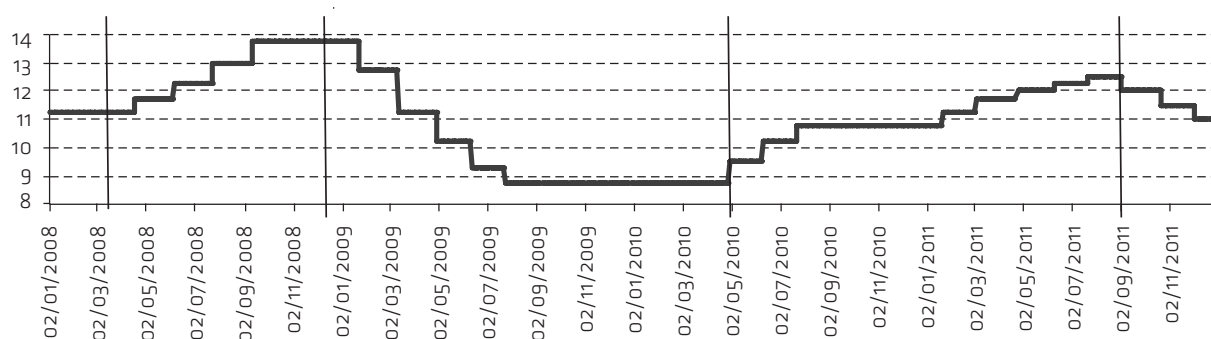
## 2008-2011

Nesse último período, temos a reversão do processo cumulativo de crescimento e estabilidade do ciclo econômico mundial. A crise econômica que se iniciou em 2008 revelou as fragilidades e as restrições dos arcabouços econômicos convencionais. Segundo Stiglitz (2011): “O aspecto mais marcante da recente conferência no FMI foi o amplo consenso de que os modelos macroeconômicos que vinham sendo utilizados no passado e formavam os maiores aspectos das políticas macroeconômicas e monetárias falharam”.

Em relação à coordenação da política monetária, o que presenciamos foi que a crise financeira internacional aprofundou e trouxe à tona o problema da coordenação, conforme identificado na seção anterior.

O comportamento do Banco Central foi marcado por quatro medidas, a saber: um movimento inicial de aperto na política monetária (2º trimestre de 2008 ao 4º trimestre de 2008) (saindo de 11,25% a.a. para 13,75% a.a.); uma reversão desse processo (do 1º trimestre de 2009 ao 1º trimestre de 2010); um terceiro momento com um novo aperto (do 2º trimestre de 2010 ao 3º trimestre de 2011); e, por fim, a retomada do processo expansionista a partir do 4º trimestre de 2011 (Gráfico 4).

Gráfico 4 - Taxa de juros - Meta Selic definida pelo Copom - % a.a. - 2008-2011



Fonte: BCB - Copom. Elaboração dos autores.

O comportamento do BNDES, por sua vez, apresenta dois padrões: um movimento inicial de aumento nos desembolsos (de 2008 a 2010) e depois uma queda nestes (2011) (Gráfico 2).

Quando analisados pela ótica da coordenação, percebemos dois instantes: final de 2008 e início de 2010. Com a eclosão da crise financeira ao final de 2008, o Banco Central adotou uma política monetária contracionista, a despeito dos claros sinais de forte desaceleração da atividade econômica, do empocamento de liquidez e do *credit crunch*. A postura do BNDES, por sua vez, foi de ampliar os desembolsos.

Já em 2009, com o recrudescimento da crise, o Banco Central reverteu a sua política acompanhando o BNDES, que com os aportes do Tesouro foi o principal agente do governo responsável por mitigar a crise econômica, demonstrando serem as políticas de crédito as que mais impactaram na economia.

Em 2010, por sua vez, após ter enfrentado uma recessão em 2009, a economia brasileira, condicionada ao setor externo no qual ainda rondava um clima de incerteza e que agora passava de uma crise financeira para uma crise



econômica, começou a reagir lentamente no segundo semestre, inclusive em função do aumento dos desembolsos do BNDES. Nessa hora, temos o segundo momento crítico da coordenação, quando a ideia de que o constante estímulo aos investimentos por parte do BNDES estava prejudicando o controle inflacionário e, assim, o Banco Central teve de retomar a sua política contractionista, com esta se estendendo até 2011.

Por último, temos o subperíodo que começa ao final de 2011 em diante, marcando o início da retomada por parte do Banco Central de uma política mais expansionista e ao mesmo tempo uma postura mais conservadora do BNDES, com uma queda nos desembolsos desse após um elevado patamar em 2010. Tais comportamentos podem ser interpretados como um movimento de pequena convergência e coloca como desafio um ajuste na política monetária em um ambiente de aprofundamento da crise econômica na Europa, de um baixo desempenho da economia americana e de uma possível desaceleração no ritmo de crescimento da economia chinesa, tudo isso afetando negativamente expectativas de longo prazo, que são as decisivas para alavancar decisões de investimento em ativo fixo.

## 5. Conclusão

Este trabalho argumentou, tomando o caso da economia brasileira nos anos 2000 como exemplo, que a ação coordenada do Banco Central e de bancos públicos permite obter melhores resultados de política do ponto de vista do crescimento com estabilidade do que a atuação do Banco Central através do RMI. Isso porque a utilização da taxa de juros como instrumento econômico pelo Banco Central, sem considerar seu impacto sobre o investimento em capacidade produtiva no longo prazo, acaba por transformar a condução da política monetária em uma sucessão de medidas de curto prazo e, assim, dependente da conjuntura econômica. O resultado tem sido, em grande parte das economias latino-americanas, o de restringir o potencial de crescimento dessas economias no longo prazo<sup>23</sup>.

Portanto, o ponto que levantamos neste trabalho diz respeito aos limites da atuação da política monetária, pautada no RMI, no longo prazo. Levantamos duas questões. De um lado, o RMI privilegia em seu diagnóstico de inflação as pressões de demanda, não considerando que em muitas ocasiões as pressões inflacionárias podem ter origem na estrutura da oferta. Se considerarmos ademais que economias em desenvolvimento apresentam estruturas produtivas heterogêneas, as pressões de oferta podem ser mais fortes e mais duradouras do que em estruturas produtivas mais maduras e homogêneas. De outro, o RMI, ao atingir indistintamente os componentes da demanda agregada,

**23.** Ver, por exemplo, Palma, 2010, para uma discussão sobre por que a produtividade das economias latino-americanas não acompanhou a das economias asiáticas após as reformas neoliberais dos anos 1990.

penaliza as decisões de investimento em ativo fixo, que são essenciais para a expansão do potencial de produção no longo prazo. Assim, o RMI pouco contribui para reduzir as pressões de oferta, e a sua capacidade de auxiliar no controle inflacionário de forma estrutural é limitada. Daí a importância defendida neste artigo de coordenação entre as políticas do Banco Central e dos bancos públicos.

No caso da economia brasileira, considera-se que a incorporação de bancos públicos como agentes auxiliares do Banco Central em políticas anti-inflacionárias de longo prazo é de ordem fundamental para aumentar o potencial de crescimento. Entretanto, como demonstrado na quarta seção, a interação desses agentes pode gerar uma problemática de coordenação, sendo necessário um contínuo aperfeiçoamento do grau de convergência das políticas de ambos para garantir para a economia brasileira uma taxa de crescimento de longo prazo mais elevada para o produto e renda, menos volátil e preservando a estabilidade. Recentemente, reespecificações foram feitas na condução da política monetária no que tange à questão de curtíssimo e curto prazo, como, por exemplo: a adoção de uma abordagem mais *forward-looking* por parte do Banco Central do Brasil; uma maior atenção em relação às medidas macroprudenciais e à utilização de alongamentos do prazo de convergência do RMI. Essas mudanças devem contribuir para uma atuação mais convergente com o BNDES, assim como os demais bancos públicos no futuro.

Em suma, retomando o debate antigo entre estruturalistas-cepalinos e monetaristas, em que os primeiros já haviam apontado ser impossível dissociar a busca pela estabilidade de preços de uma estratégia de desenvolvimento, visando a superação de gargalos na estrutura produtiva em economias em desenvolvimento, o debate atual sobre estabilidade e crescimento deve considerar explicitamente a necessidade de coordenação de instrumentos dentro da política monetária.

§

## Referências bibliográficas

- AMADEO, E. (1988). As diferentes facetas da rigidez e flexibilidade dos salários na análise keynesiana. *Revista de Economia Política*, v. 8, nº 1.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Inflação (Diversos números).
- BLANCHARD, o. j. (1997). Is there a core of usable macroeconomics? *The American Economic Review*, v. 87, nº 2. May.
- BLINDER, A. S. (1997). Is there a core of practical macroeconomics that we should all believe? *The American Economic Review*, v. 87, nº 2. May.
- BOIANOVSKY, M. (2012). Furtado and the Structuralist-Monetarist Debate on economic Stabilization in Latin America, *History of Political Economy*, v. 44, nº 2, Summer 2012.
- CARVALHO, F. J. C. de (2005). Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 25, nº 4, pp. 323-36.
- (2007). *Economia Monetária e Financeira. Teoria e Política*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 385 p.
- DAVIDSON, P. (1994). *Post Keynesian Macroeconomic Theory*. Cheltenham: Edward Elgar.
- DE MENDONÇA, H. F. (2001). Mecanismos de transmissão monetária e a determinação da taxa de juros: uma aplicação da regra de Taylor ao caso brasileiro. *Economia e Sociedade*, Campinas, (16): 65-81, jun. 2001.
- GUDIN, E. *Princípios de economia monetária*. Rio de Janeiro, AGIR, 1968, Livro I.
- HERMANN, J. (2009). O papel dos bancos públicos, Texto para Discussão Cepal- IPEA, nº 15.
- KEYNES, J. (1936, [1964]). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Atlantic Publishers, London.
- KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *The Journal of Political Economy*, v. 85, nº 3, pp. 473-92.
- LAVOIE, M. (1992). *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*. Cheltenham: Edward Elgar.
- (2006) A post keynesian amendment to the new consensus on monetary policy. *Metroeconomica*, v. 57, nº 2, pp. 165-92, 2006.
- MINSKY, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press.
- MISSIO, F. J.; OREIRO, J. L. (2008). Uma Revisão do Debate sobre a Existência e Estabilidade do Equilíbrio com Desemprego no Modelo Keynesiano. In: I Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, 2008, Campinas. Anais I Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira.
- MOLLO, M. L. R.; LOPES, M. L. M.; COLBANO, F. S. (2012). Metas de inflação, regra de Taylor e neutralidade da moeda: uma crítica pós-keynesiana. *Revista de Economia Política*. vol. 32, nº 2 (127).
- OREIRO, J. L.; PAULA, L. F.; SOBREIRA, R. (Org.). *Política Monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação: teoria e experiência brasileira*. Rio de Janeiro: Editora da FGV, 2009.
- PALMA, J. G. (2010). Why has productivity growth stagnated in most Latin American countries since the noe-liberal reforms, Cambridge Working Paper in Economics, nº 1030.
- PREBISCH, R. (1961). O falso dilema entre desenvolvimento econômico e estabilidade monetária. In: GURRIERI, Adolfo (Org.). *O manifesto latino-americano e outros ensaios*. 1ª ed. Outubro 2011. Contraponto.
- PUGA, F. E BORÇA Jr., G. (2011). O papel anticíclico do BNDES e sua contribuição para conter a demanda agregada, BNDES, Visão do Desenvolvimento, n. 96, 29 de julho.
- SICSÚ, J.; De PAULA, L. e Michel, R. (2005) *Novo-Desenvolvimentismo: Um Projeto Nacional de Crescimento com Equidade Social*, Barueri: Editora Manole.
- SICSÚ, J. (2003) Políticas Não-Monetárias de Controle da Inflação: uma proposta pós-keynesiana. *Revista Análise Econômica*, v. 21, nº 39.
- SNOWDON, BRIAN; VANE, HOWARD R. *Modern Macroeconomics: Its Origins, Development and Current State*. Cheltenham: Edward Elgar, 2005.
- STIGLITZ, J. E. (2011). A Balanced Debate About Reforming Macroeconomics. IMF Blog. March 22, 2011. <http://blog-imfdirect.imf.org/2011/03/22/balanced-debate-about-reforming-macroeconomics/>
- TAYLOR, J. (1997) a core of practical macroeconomics. *The American Economic Review*, v. 87, nº 2. May.

Recebido em 8/8/2012

e aceito em 12/3/2013