

FÓRUM

Submetido 05-10-2023. Aprovado 07-02-2024

Avaliado pelo sistema de revisão duplo-anônimo. Editores Convidados: Carmen Augusta Varela, Cristina Helena Pinto de Mello, Evelyn Levy e José Marcio Rebolho Rego

Avaliadores/as: Tiago Couto Porto  Fundação Getúlio Vargas, Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil, Brasil. O/a segundo/a avaliador/a não autorizou a divulgação de sua identidade e, ambos não autorizaram a divulgação do relatório de avaliação por pares.

Versão original | DOI: <http://dx.doi.org/10.12660/cgpc.v29.901898>

JEL COD: E52; F31; F41

O PAPEL DA TAXA DE CÂMBIO NA TEORIA NOVO-DESENVOLVIMENTISTA

The role of exchange rate in New Developmental Theory

El papel del tipo de cambio en la nueva teoría desarrollista

Carmem Feijo¹ | cbfeijo@gmail.com | ORCID: 0000-0002-6376-4599

Eliane Araújo^{2,3} | elianedearaujo@gmail.com | ORCID: 0000-0001-5104-2508

¹Autora correspondente

²Universidade Federal Fluminense, Departamento de Economia e Programa de Pós-graduação em Economia, Niterói, RJ, Brasil

³Universidade Estadual de Maringá, Departamento de Economia, Maringá, PR, Brasil

³Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Programa de Pós-graduação em Economia do Desenvolvimento, Porto Alegre, RS, Brasil

RESUMO

O presente artigo destaca a relevância da contribuição do professor Bresser-Pereira ao colocar a Teoria Novo-Desenvolvimentista como a referência para pautar o debate macroeconômico em economias em desenvolvimento e, em particular, ao colocar a determinação da taxa real de câmbio como variável-chave para explicar a dinâmica de crescimento e desenvolvimento ao longo do tempo. Para tanto, o artigo inicialmente resume a abordagem de Bresser-Pereira para a determinação da taxa de câmbio, uma de suas contribuições mais originais para a Teoria do Novo-Desenvolvimento. Na sequência, discute a relação entre taxa de câmbio e taxa de juros para explicar como a autonomia de política é restrita em economias em desenvolvimento integradas financeiramente. Por fim, o artigo conclui que a Teoria Novo-Desenvolvimentista oferece insights relevantes e originais para o entendimento da trajetória de crescimento de economias em desenvolvimento integradas financeiramente.

Palavras-chave: Bresser-Pereira, Novo-Desenvolvimentismo, taxa de câmbio, taxa de juros.

ABSTRACT

This article highlights the relevance of Professor Bresser-Pereira's contribution by placing the New Developmentalist Theory as the reference to guide the macroeconomic debate in developing economies and, in particular, by placing the determination of the real exchange rate as a variable-key to explaining the dynamics of growth and development over time. To this end, the article initially summarizes Bresser-Pereira's approach to determining the exchange rate, one of his most original contributions to New Development theory. Next, it discusses the relationship between exchange rate and interest rate to explain how policy autonomy is restricted in financially integrated developing economies. Finally, the article concludes that new developmental theory offers relevant and original insights for understanding the growth trajectory of financially integrated developing economies.

Keywords: Bresser-Pereira, New Developmentalism, exchange rate, interest rate.

RESUMEN

Este artículo destaca la relevancia del aporte del profesor Bresser-Pereira al colocar la nueva teoría desarrollista como la referencia para guiar el debate macroeconómico en las economías en desarrollo y, en particular, al colocar la determinación del tipo de cambio real como una variable clave para explicar la dinámica de crecimiento y desarrollo a lo largo del tiempo. Con este fin, el artículo resume inicialmente el enfoque de Bresser-Pereira para determinar el tipo de cambio, una de sus contribuciones más originales a la nueva teoría Desarrollista. A continuación, analiza la relación entre el tipo de cambio y la tasa de interés para explicar cómo se restringe la autonomía de las políticas en las economías en desarrollo financieramente integradas. Finalmente, el artículo concluye que la nueva teoría Desarrollista ofrece ideas relevantes y originales para comprender la trayectoria de crecimiento de las economías en desarrollo financieramente integradas.

Palabras-clave: Bresser-Pereira, nuevo desarrollismo, tasa de cambio, tasa de interés.

INTRODUÇÃO

O professor Bresser-Pereira é um renomado pesquisador sobre o desenvolvimento econômico, dentre muitos outros temas. Como tal, é um crítico do modelo de desenvolvimento de cunho liberal, que defende o Estado mínimo e rejeita a intervenção do Estado na elaboração e implementação de políticas econômicas. O modelo liberal assume a soberania de soluções de mercado na alocação de recursos. Escolhas feitas pelo mercado, direcionadas pelo lucro monetário, ofereceriam melhor resultado quando as condições de livre concorrência e perfeita previsibilidade sobre o futuro fossem observadas. Não é esse o caso de economias de mercado contemporâneas dominadas por grandes corporações e sujeitas a crises de confiança sobre o futuro dos negócios, que resultam em crises financeiras frequentes. Conforme aponta [Bresser-Pereira \(2019\)](#), o neoliberalismo como uma forma de organização econômica e política, que se propaga a partir dos anos 1970, se mostrou como um modelo de desenvolvimento inerentemente instável e ineficiente, que leva as economias ao baixo crescimento, alto endividamento e estimula o rentismo. O impacto negativo do modelo de desenvolvimento neoliberal contemporâneo é mais danoso a economias em desenvolvimento ([Bresser-Pereira e. al, 2021](#)), nas quais o papel de políticas econômicas que estimulem o crescimento e o investimento são essenciais para transformar estruturas produtivas pouco complexas em estruturas mais sofisticadas e dinâmicas. Neste sentido, [Bresser-Pereira \(2012\)](#) discute que o ressurgimento das ideias desenvolvimentistas por meio do Novo-Desenvolvimentismo é uma resposta ao fracasso das reformas neoliberais, identificadas como o Consenso de Washington, em promover o desenvolvimento e em reduzir a desigualdade.

No contexto internacional, o neoliberalismo se manifesta na grande integração financeira entre as economias. Como o contexto financeiro internacional é marcado por acentuadas assimetrias monetárias e financeiras, a integração de economias em desenvolvimento tende a restringir o grau de liberdade na gestão de políticas macroeconômicas. Portanto, o debate sobre o papel do Estado como promotor do desenvolvimento econômico é fundamental para o entendimento sobre o desenho de políticas coerentes para alavancar e sustentar o crescimento de economias periféricas em desenvolvimento, promover a equidade social e, no contexto de transição climática, buscar a sustentabilidade ambiental.

É nessa perspectiva que este breve artigo destaca a relevância da contribuição do professor Bresser-Pereira ao colocar a Teoria Novo-Desenvolvimentista como a referência para pautar o debate macroeconômico em economias em desenvolvimento e, em particular, ao colocar a determinação da taxa real de câmbio como variável-chave para explicar a dinâmica de crescimento e desenvolvimento ao longo do tempo.

Este artigo está dividido em outras duas seções e consideração final. Na próxima seção apresentamos a abordagem de Bresser-Pereira para a determinação da taxa de câmbio, uma de suas contribuições mais originais para a Teoria do Novo-Desenvolvimento. Na seção seguinte discutimos a relação entre taxa de câmbio e taxa de juros para explicar como a autonomia de política é restrita em economias em desenvolvimento integradas financeiramente. A consideração final do artigo conclui que a Teoria Novo-Desenvolvimentista oferece insights relevantes e

originais para o entendimento da trajetória de crescimento de economias em desenvolvimento integradas financeiramente.

UMA ABORDAGEM ALTERNATIVA PARA A UTILIZAÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO NA OBRA DE BRESSER-PEREIRA

Nas teorias convencionais, a taxa de câmbio é considerada uma variável endógena capaz de absorver os choques sofridos pela economia. Na contribuição seminal de [Mundell \(1963\)](#), por exemplo, a dinâmica da taxa de câmbio depende dos movimentos dos fluxos de capitais, que respondem ao diferencial de taxas de juros interna e externa, e dos fluxos comerciais, que também reagem instantaneamente à variação cambial. Nesse contexto, a taxa de câmbio torna-se a variável de ajuste do excesso ou da escassez de divisas no mercado de câmbio decorrente dos fluxos comerciais e de capitais.

No entanto, a teoria proposta por Bresser-Pereira destaca que a taxa de câmbio nas economias em desenvolvimento pode seguir tendência à apreciação cambial, em decorrência da doença holandesa e da estratégia de crescimento com poupança externa, ou seja, com déficit em conta corrente financiado por elevadas taxas de juros. Essa tendência tem consequências negativas para a mudança estrutural e pode levar a desindustrialização das economias.

É nesse contexto que a presente seção se insere, com o objetivo de resgatar as principais contribuições de Bresser-Pereira sobre a determinação da taxa de câmbio nas economias em desenvolvimento, bem como suas consequências para o crescimento econômico de longo prazo.

Teoricamente, destacam-se as contribuições de Bresser-Pereira e associados com a elaboração, inicialmente, de uma macroeconomia estruturalista do desenvolvimento. Na macroeconomia estruturalista, o processo de industrialização é a forma como as economias elevam seu potencial de crescimento. Assim, para uma industrialização bem sucedida, um contexto macroeconômico de relativa estabilidade é fundamental para dar confiança às decisões econômicas dos agentes privados. O processo de desindustrialização, por sua vez, é causado principalmente pela sobreapreciação do câmbio cujas causas principais são a política de crescimento com poupança externa e a presença de doença holandesa.

Um dos textos clássicos dessa literatura é a crítica à tese de crescimento com poupança externa de [Bresser-Pereira e Nakano \(2003\)](#). No artigo, são apresentadas evidências de que a liberalização dos fluxos financeiros internacionais associados a estratégia de crescimento com poupança externa levou muitos países em desenvolvimento a registrarem elevados déficits em conta corrente e aumento da dívida externa. O crescente processo de endividamento ocorreu ao ignorar a solvência e a restrição do limite da dívida em moeda externa. Em termos práticos, isso implicou para esses países sobrevalorização das moedas nacionais e altas taxas de juros, com consequências perversas para o crescimento dessas economias.

[Bresser-Pereira e Gala \(2007\)](#) oferecem uma crítica à visão de que as economias em desenvolvimento, em virtude de suas baixas taxas de poupança, podem aceitar déficits em conta corrente para estimular o crescimento econômico. Os defensores da tese de absorção de poupança

externa para fomentar o crescimento assumem que a poupança externa tenderia a complementar a poupança interna, aumentando a poupança total da economia. Um maior nível de poupança deveria aumentar o investimento e, conseqüentemente, o crescimento econômico. Os autores ressaltam que em um país que adota a estratégia de crescimento com poupança externa, a primeira consequência é a apreciação da taxa de câmbio. Do lado da oferta, isso implica aumento artificial dos salários e, em consequência, aumento do consumo e redução da poupança interna. Do lado da demanda, o resultado é a diminuição das oportunidades de investimento lucrativo voltadas para a exportação, que reduz o investimento e, conseqüentemente, a poupança interna. Tanto pelo lado da oferta quanto pelo lado da demanda, em grande parte, a poupança externa substitui em vez de se constituir em um acréscimo à poupança interna.

Já no debate sobre a doença holandesa e a desindustrialização no Brasil, [Bresser-Pereira \(2008\)](#) resalta que a apreciação cambial decorrente da exportação de recursos naturais com base em rendas econômicas inviabiliza a produção de bens comercializáveis, com destaque para os manufaturados que têm maior potencial de inovação tecnológica e ganhos de produtividade. O espaço dos bens manufaturados é ocupado pelo setor de recursos naturais e bens não comercializáveis, de forma que o capital e o trabalho são deslocados daqueles setores para esses. A indústria do país volta-se para dentro, especializando-se na produção de bens não comercializáveis que apresentam maior rentabilidade devido à apreciação cambial. Evidências empíricas sobre o assunto podem ser encontradas em [Bresser-Pereira e Marconi \(2008\)](#).

Associando as duas teorias, [Bresser-Pereira \(2010\)](#) argumenta que existe uma tendência estrutural à sobreapreciação cíclica da taxa de câmbio nos países em desenvolvimento, causada principalmente pela doença holandesa e pela política de crescimento com poupança externa. Portanto, não havendo qualquer intervenção, não são as forças de mercado, mas crises recorrentes de balanço de pagamento que controlam a taxa de câmbio desses países.

O aprimoramento dessas ideias foi consolidado na Teoria Novo-Desenvolvimentista. Segundo essa teoria, destacada inicialmente em [Bresser-Pereira \(2011 e 2016\)](#) e [Bresser-Pereira, Oreiro e Marconi \(2015\)](#), o crescimento dos países em desenvolvimento é severamente prejudicado por desequilíbrios nos preços macroeconômicos desalinhados, de forma que as altas taxas de juros e taxas de câmbio sobrevalorizadas desencorajam o investimento e estimulam o consumo.

A síntese dessas ideias é a seguinte:

- i. Nos países em desenvolvimento existe uma tendência a sobrevalorização cíclica e crônica (de longo prazo) da taxa de câmbio que torna essa taxa sobreapreciada no longo prazo.
- ii. Uma taxa de câmbio apreciada a longo prazo cria uma forte desvantagem competitiva porque as empresas começam a levar em conta esta taxa nos seus cálculos sobre a rentabilidade dos investimentos o que provoca a redução dessa variável.
- iii. As principais causas da apreciação da taxa de câmbio são duas políticas comuns nos países em desenvolvimento: a política de crescimento com déficit em conta corrente (que só pode se efetivar se o país adotar uma política de déficits) e o uso da taxa de câmbio como âncora

para controlar a inflação. Destaque-se que nessas duas políticas a taxa de juros elevada é uma pré-condição.

- iv. Os déficits em transações correntes, além de conduzirem os países a uma crise de balanço de pagamentos, estão associados a uma valorização da moeda que, ao tornar não competitivas as empresas que produzem bens e serviços comercializáveis não commodities, utilizando a melhor tecnologia disponível, desencoraja o investimento e estimula o consumo. Esses déficits correspondem a uma taxa de câmbio apreciada a longo prazo porque os países utilizam as taxas de juros elevadas para promover a entrada de capitais e equilibrar o balanço de pagamento, o que aumenta a oferta de divisas e valoriza a moeda dos países.
- v. Há ainda um agravante nos países exportadores de matérias-primas, como é o caso do Brasil: o problema da doença holandesa. Ela pode ser conceituada como uma sobrevalorização cambial a longo prazo nos países exportadores de matérias-primas que, graças às rendas ricardianas ou aos booms de preços internacionais, podem ser exportados a uma taxa de câmbio substancialmente mais apreciada do que a do equilíbrio industrial.

Bresser-Pereira afirma que muitas pesquisas demonstram o poder da taxa de câmbio em determinar o crescimento econômico, mas a primeira teoria que explica esse fato foi inicialmente formulada em seu artigo de 2012, *A taxa de câmbio no centro da teoria do desenvolvimento* e aperfeiçoada em trabalhos subsequentes. Segundo essa teoria, se a taxa de câmbio for meramente volátil e flutuar em torno do equilíbrio corrente, como supõe a teoria convencional, ortodoxa ou heterodoxa, a taxa de câmbio terá influência apenas marginalmente no investimento e, portanto, no crescimento. Ora, completa a teoria convencional, a taxa de câmbio não pode permanecer apreciada no longo prazo; o mercado estará sempre puxando-a ou empurrando-a para o equilíbrio em conta corrente. Para o Novo Desenvolvimentismo, porém, é comum e possível que isso ocorra. A única coisa que pode explicar por que muitos países apresentam um déficit em conta corrente crônico é o fato que adotam como estratégia de crescimento uma *política de déficit em conta corrente*. Eles afirmam que estão crescendo com poupança externa, mas como um déficit em conta corrente implica necessariamente uma taxa de câmbio mais apreciada do que aquela que prevaleceria na ausência desse déficit, não é o investimento que está sendo estimulado, mas o consumo que decorre do aumento do poder aquisitivo dos salários e dos rendimentos dos rentistas. Na verdade, não há “crescimento com poupança externa”, mas estagnação com o uso do financiamento externo para aumentar o consumo.

Portanto, o Novo Desenvolvimentismo é um quadro teórico que tem sido desenvolvido pelo professor Bresser-Pereira e um conjunto de autores desde o início dos anos 2000, e procurar compreender o desenvolvimento econômico dos países de renda média, sobretudo da América Latina. Nesse corpo teórico, a taxa de câmbio é considerada uma variável central, a qual deve ser conservada em nível competitivo para manter a competitividade econômica das empresas produtoras de bens comercializáveis não commodities e que são tecnicamente eficientes. Importante acrescentar também que, ao longo dos anos, foi desenvolvida e disseminada uma metodologia empírica para se compreender tanto os determinantes da taxa de câmbio, à

luz da teoria proposta, quanto o nível de preço macroeconômico correto e, com isso, adequadamente analisar o desalinhamento cambial (Bresser-Pereira et al., 2022 e Marconi et al., 2021).

TAXA DE CÂMBIO REAL COMPETITIVA E GRAU DE AUTONOMIA POLÍTICA NAS ECONOMIAS EM DESENVOLVIMENTO

A relevância da taxa de câmbio real para o desenvolvimento está bem estabelecida na literatura do novo desenvolvimentismo. Como visto na seção anterior, a sua evolução tem um impacto significativo a longo prazo nas mudanças estruturais e no desenvolvimento da economia. Segundo os Novo-Desenvolvimentistas, a taxa de câmbio real deve ser mantida num nível competitivo e com uma trajetória estável para promover a diversificação dos setores de bens transacionáveis, especialmente daqueles com impacto no processo de aprendizagem para a geração de ligações a montante e a jusante. O desenvolvimento econômico e social, nesse sentido, é entendido como uma transformação produtiva que resulta em níveis mais elevados de produtividade agregada, de salário real mais alto e de maior equidade social. A taxa de câmbio real competitiva é o preço-chave nesse processo.

Contudo, à luz da Teoria Novo-Desenvolvimentista, a evolução da taxa de câmbio real depende tanto do grau de abertura comercial, como dos fluxos de capitais, quanto da gestão da política macroeconômica. Ademais, sob a perspectiva da integração comercial e financeira da economia global, deverá haver uma forte ligação entre a política macroeconômica, em especial a política monetária, e a determinação da taxa de câmbio real.

De acordo com a literatura macroeconômica convencional, a estabilidade de preços é o objetivo principal da política econômica e, desde os anos 1990, a maioria dos países adota o regime de metas de inflação (RMI) como política para ancorar expectativas inflacionárias. Esse regime consiste basicamente na manipulação da taxa básica de juros da economia para coordenar as expectativas inflacionárias com vistas a levar a taxa de inflação a uma meta preestabelecida e anunciada. Duas relações devem ser observadas para que o RMI seja eficiente: primeiro, uma relação entre as taxas de juros reais e a demanda agregada e, em segundo lugar, uma ligação direta entre a demanda agregada e a inflação. Assume-se, assim, que existam mecanismos de transmissão eficientes da taxa de juros fixada pela autoridade monetária (taxa de juro nominal de curto prazo) para a demanda agregada, e dessa para os preços, de tal forma que a inflação possa ser controlada no prazo esperado. A manipulação da taxa de juros básica deverá compensar os desvios na taxa de inflação em relação à meta motivado por um excesso de procura (causado principalmente por um excesso de despesa pública) e por choques temporários que afastaram a economia do seu produto potencial.

O modelo tradicional de Mundell-Fleming formaliza a explicação da ligação entre a política monetária e a taxa de câmbio. Esse modelo afirma que a autonomia monetária seria um resultado esperado para uma pequena economia sob uma taxa de câmbio flutuante e com mobilidade de capitais. O regime de taxas de câmbio flutuantes resolveria o trilema da “trindade impossível” da política econômica, por meio do qual os gestores de política econômica podem

escolher simultaneamente dois (mas não todos) objetivos: independência monetária, estabilidade cambial e integração financeira.

Essa conclusão baseia-se na teoria da paridade entre taxa de juros e taxa de câmbio, que estabelece uma relação entre a política monetária e o mercado financeiro internacional. Enquanto a autoridade monetária estiver disposta a deixar a taxa de câmbio suportar o peso do ajuste na conta de transações correntes, a política monetária manterá a sua autonomia para fixar a taxa de juros interna com a finalidade de estabilização dos preços e sustentação do crescimento. A autonomia monetária e a estabilidade inflacionária seriam observadas. Esse raciocínio pressupõe um fluxo contínuo de capital estrangeiro que seria consistente com o equilíbrio do balanço de pagamentos.

No entanto, em termos práticos, o espaço da política monetária é restringido pela integração financeira, que se segue ao avanço do modelo neoliberal na maioria das economias. Principalmente nas economias em desenvolvimento com moedas não conversíveis, e que adotam a estratégia de crescer com poupança externa, a perda de autonomia monetária é mais sentida.

A integração financeira num sistema monetário e financeiro internacional hierárquico subordina as economias em desenvolvimento sem moeda conversível a ciclos de liquidez determinados pelas economias centrais que emitem moedas no topo da hierarquia monetária. A integração financeira, nesse sentido, implica assimetria financeira relacionada com o ciclo de liquidez internacional. Segundo [Ocampo \(2003\)](#), as economias periféricas são “tomadoras de ciclos económicos”. Durante a fase ascendente do ciclo de liquidez, o otimismo dos agentes reflete-se no aumento do seu apetite pelo risco, pelo que estão dispostos a alocar parte da sua carteira em ativos com baixa liquidez internacional e maior risco. Contudo, quando as expectativas mudam, a incerteza aumenta e o ciclo de liquidez se inverte, assim, as moedas periféricas e, portanto, os ativos nelas denominados, estão sujeitos a uma fuga para a qualidade, apesar dos fundamentos macroeconômicos.

Dado o contexto de globalização financeira, fica claro que a autonomia das economias periféricas para definir a taxa de juros para estabilizar os preços e controlar a demanda agregada é muito limitada pelos fluxos internacionais de capitais. Assim, economias que adotam a estratégia de crescer absorvendo poupança externa, ou seja, com déficits recorrentes em transações correntes, restringem seu espaço de política monetária.

A dependência de capitais externos leva a autoridade monetária a tender a acomodar mudanças de direção nos fluxos de capitais, utilizando o diferencial de taxas de juro. Se, por exemplo, for observada uma elevada instabilidade no mercado cambial, a ameaça de uma desvalorização pressiona a taxa de juros interna para manter os ativos nacionais atrativos. Portanto, espera-se uma valorização da taxa de câmbio. O aumento sistemático do diferencial de taxas de juros, devido ao aumento da taxa de juros interna, representa um incentivo adicional para sustentar o fluxo excessivo de capitais para o financiamento da conta corrente. Portanto, sob expectativas instáveis em relação ao comportamento da taxa de câmbio, a perspectiva de valorização cambial deverá ser somada aos rendimentos obtidos com o diferencial de taxas de juros. A hierarquia das moedas nos mercados financeiros internacionais explica não só o estreitamento da autonomia da política monetária, mas

também a tendência para uma taxa de juros real mais elevada e uma propensão de apreciação da taxa de câmbio real na periferia.

Outra hipótese para explicar a ligação entre a taxa de juros e a taxa de câmbio nas economias em desenvolvimento financeiramente integradas é que, no contexto do aumento das expectativas inflacionárias, a autoridade monetária aumenta a taxa de juros, o que tem o efeito de atrair capital. Como consequência, a taxa de câmbio irá se apreciar e as pressões inflacionárias irão arrefecer. Sob o regime de metas de inflação, a autoridade monetária estará mais disposta a tolerar a tendência de apreciação da taxa de câmbio, mantendo o diferencial de taxas de juros positivo. (Bresser-Pereira e Nakano, 2003; Bresser-Pereira, 2012, 2019a).

Com diferencial positivo de juros, a entrada de capitais continuará enquanto persistir a percepção favorável sobre a economia. Contudo, a deterioração da balança comercial que ocorre após um longo período de apreciação da taxa de câmbio irá, em algum momento, alterar a percepção dos investidores estrangeiros. Isto acabará por levar a uma parada súbita no fluxo de capitais e a uma forte depreciação da taxa de câmbio. Essa inversão no fluxo de capitais estará associada a um déficit crescente do balanço de transações corrente, à contração da produção e a uma revisão para baixo nas classificações de crédito (Bresser-Pereira et al., 2015). Quando desequilíbrios crônicos no balanço de pagamentos podem induzir uma fuga de capitais, a teoria da paridade da taxa de juros é violada, uma vez que as autoridades monetárias tendem a acomodar as flutuações da taxa de câmbio com a manipulação da taxa de juros.

No caso brasileiro, Nassif et al. (2020) mostram que o RMI é conduzido de forma muito conservadora e, não por acaso, as taxas de juros reais do país estão sistematicamente entre as mais altas do mundo. Na interpretação dos autores, a busca da credibilidade da autoridade monetária na gestão do RMI aumenta as expectativas de que, a cada aumento inflacionário, não importa a fonte de pressão, as taxas de juros aumentarão, diminuindo as expectativas sobre o crescimento do produto. Ademais, em momentos de elevada incerteza, a busca da credibilidade leva a um descolamento entre o comportamento da inflação e a demanda agregada. Assim, estabelece-se uma convenção de política econômica com elevado nível de taxa de juros e baixo crescimento econômico. Por outro lado, os autores identificam que o canal de transmissão mais eficiente da taxa de juros para os preços é a taxa de câmbio, o que corrobora a hipótese de que o RMI no Brasil explica, em grande medida, a tendência à apreciação da moeda nacional.

A redução do espaço de política nas economias em desenvolvimento integradas financeiramente implica também que a política fiscal seja pró-cíclica, e limita o espaço para políticas de crescimento. Ocampo e Vos (2008) argumentam que, como essas economias são propensas à escassez de capital durante as recessões e ao excesso de capital durante as recuperações, os gastos públicos tendem a aumentar quando a liquidez internacional é abundante e o financiamento externo é prontamente disponível, e a diminuir quando o financiamento externo é escasso. Além disso, durante a recessão, o peso do pagamento de juros sobre a dívida pública aumenta, o que, combinado com uma pressão descendente sobre as receitas do setor público, desencadeia um corte pró-cíclico nas despesas primárias, a fim de manter estável uma relação dívida pública/PIB. Por outro lado, uma taxa de juros mais elevada, com o objetivo de evitar a fuga de capitais, levará a pagamentos de juros mais elevados sobre a dívida pública e, con-

sequentemente, a déficits nominais mais elevados. Finalmente, existe o impacto da despesa pública que influencia fortemente a despesa privada de investimento via efeito multiplicador. O impacto adverso no investimento e no crescimento a longo prazo seria reduzido apenas se o governo tiver espaço fiscal para aumentar as despesas públicas, reduzir os impostos e fornecer subsídios às empresas privadas.

O espaço de política fiscal pode ser avaliado também em termos de política para neutralizar a doença holandesa. Em Bresser-Pereira (2023), o autor argumenta a favor de uma reforma tarifária em países com a presença da doença holandesa. Isso seria feito com um imposto variável sobre as exportações de commodities e um imposto de importação sobre produtos manufaturados para neutralizar a doença holandesa no mercado interno, e de um subsídio à exportação de produtos manufaturados para neutralizá-la no mercado internacional. As economias em desenvolvimento, que utilizam a poupança externa como estratégia de crescimento, têm a sua moeda ligada à dinâmica do mercado internacional de mercadorias e ao influxo de capital. Dado que o grande fluxo de capital é de capital volátil de curto prazo, a autonomia da política macroeconômica é reduzida e a instabilidade doméstica aumentada. A integração financeira das economias em desenvolvimento é assimétrica devido a dois motivos principais: a falta de equalização das taxas de juros e a tendência de sobrevalorização da moeda nacional. A presença da doença holandesa, como bem explicado pela Teoria Novo-Desenvolvimentista, reforça a tendência de sobrevalorização da taxa de câmbio real e, portanto, deveria ser neutralizada por tarifas de importação e subsídios à exportação.

Em suma, a estratégia de crescimento com poupança externa em economias com moeda com baixo prêmio de liquidez não proporciona mais dinamismo à economia nacional, como preconizado pela Teoria Novo-Desenvolvimentista. Ela introduz distorções nos preços macroeconômicos, responsáveis pela má alocação de recursos que se afastam da promoção de uma mudança estrutural que aumente o potencial de crescimento. Por outro lado, tende a acentuar a distância dos países periféricos dos países centrais, esses detentores de moedas com alto prêmio de liquidez e matriz produtiva diversificada e complexa. A baixa inserção de economias em desenvolvimento no comércio mundial é mais acentuada devido à presença da doença holandesa não neutralizada.

CONSIDERAÇÃO FINAL

A Teoria Novo-Desenvolvimentista oferece uma explicação atualizada para a dinâmica de economias em desenvolvimento no contexto de globalização comercial e financeira. Com a crescente integração das economias, o modelo de desenvolvimento neoliberal passou a influenciar um crescente número de países, ao preconizar menos regulação do Estado e mais liberdade para os mercados. Em termos práticos, o modelo neoliberal advoga a favor da abertura da conta capital e financeira, para que a absorção de poupança externa complemente a poupança doméstica de economias com baixa taxa de poupança e de investimento. O diagnóstico dos autores neoliberais é que o reduzido dinamismo das economias em desenvolvimento é explicado pelo baixo

nível de poupança. A complementação da poupança externa à poupança doméstica tenderia a corrigir a escassez de poupança doméstica e, portanto, alavancaria o investimento e o crescimento econômico. Mais de quatro décadas de neoliberalismo e não há evidências claras de que tal prognóstico tenha se verificado.

Bresser-Pereira, em inúmeras contribuições, apresentou argumentos sólidos contra a estratégia de crescimento com poupança externa. Segundo o autor, essa estratégia leva a distorções na fixação dos principais preços macroeconômicos – com destaque para a taxa de juros e a taxa de câmbio – porque a autonomia de política é muito constrangida pela integração financeira. Mais ainda, uma das contribuições mais originais do professor Bresser-Pereira à Teoria do Novo-Desenvolvimento é mostrar como a taxa de câmbio apresenta um comportamento cíclico e tendencialmente apreciado devido a duas forças principais: a presença de doença holandesa que, se não é neutralizada, impede a mudança na estrutura produtiva na direção de maior complexidade tecnológica, e a prática das autoridades monetárias de utilizar o diferencial de juros para atrair capital externo. A presença dessas forças leva ao desalinhamento da taxa real de câmbio, com consequências negativas para a mudança estrutural progressiva, que eleve a produtividade da economia no longo prazo. Assim, a trajetória de economias que abrem suas contas externas e adotam a política de manter elevado diferencial de juros, apresenta um tendência de taxa de câmbio real apreciado, perde espaço no comércio internacional, aumenta sua vulnerabilidade externa e acentua a presença de doença holandesa.

REFERÊNCIAS

- Bresser-Pereira, L. C. (2012). A taxa de câmbio no centro da teoria do desenvolvimento, *Estudos Avançados*, 26(75), 7-28. <https://doi.org/10.1590/S0103-40142012000200002>
- Bresser-Pereira, L. C. (2008, janeiro-março). Dutch disease and its neutralization: a Ricardian approach, *Brazilian Journal of Political Economy*. (*Revista de Economia Política*), 28(1), 47-71. <https://doi.org/10.1590/S0101-31572008000100003>
- Bresser-Pereira, L. C. (2010). A tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio no Brasil. In Luiz Carlos Bresser-Pereira (Org.) *Crise Global e o Brasil*, Rio de Janeiro: Editora da Fundação Getúlio Vargas.
- Bresser-Pereira, L. C. (2011). From old to new developmentalism in Latin America”, In José Antonio Ocampo and Jaime Ros, (Eds.) (2011). *The Oxford Handbook of Latin American Economics*, Oxford University Press, 108-129. <http://dx.doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199571048.013.0005>
- Bresser-Pereira, L. C. (2016). Reflecting on new developmentalism and classical developmentalism, *Review of Keynesian Economics*, 4(3), 331-352. <http://dx.doi.org/10.4337/roke.2016.03.07>

- Bresser-Pereira, L. C. (2019). Secular stagnation, low growth, and financial instability, *International Journal of Political Economy*, 48(1), 21-40. <http://dx.doi.org/10.1080/08911916.2018.1550949>
- Bresser-Pereira, L. C. (2019a). Macroeconomia Novo-Desenvolvimentista, 2018. In Feijo, C; Araújo, E. (Eds). *Macroeconomia Moderna: as lições de Keynes para economias em desenvolvimento*, Elsevier e Associação Keynesiana Brasileira.
- Bresser-Pereira, L. C. (2023). Import tariffs: the neutralization of the Dutch disease argument.” *Brazilian Journal of Political Economy, (Revista de Economia Política)*, 43(1), 299-303. <https://doi.org/10.1590/0101-31572023-3442>
- Bresser-Pereira, L. C.; Feijo, C.; Araújo, E. (2021). Do liberal policy regimes condemn Latin America to quasi-stagnation? In Wray, A e Dantas F. (Eds), *The Handbook on Secular Stagnation*, Elsevier.
- Bresser-Pereira, L.C.; Gala, P. (2007, janeiro-março). Por que a poupança externa não promove o crescimento, *Brazilian Journal of Political Economy (Revista de Economia Política)* 27 (1): 3-19. <https://doi.org/10.1590/S0101-31572007000100001>
- Bresser-Pereira, L. C.; Marconi, N. (2008). Existe doença holandesa no Brasil?” In Bresser-Pereira org. (2008) *Doença Holandesa e Indústria*. Editora da Fundação Getulio Vargas, 207-230.
- Bresser-Pereira, L. C.; Marconi, N.; Porto, T.; Araujo, E.; Leão, R. (2022) The Current Account Equilibrium Exchange Rate: Methodology and estimations for LA countries, *Brazilian Journal of Political Economy (Revista de Economia Política)*, 42(4), 809–834. <http://dx.doi.org/10.1590/0101-31572022-3436>
- Bresser-Pereira, L. C.; Oreiro, J. L; Marconi, N. (2015). *Developmental Macroeconomics: New Developmentalism as a Growth Strategy*. Routledge.
- Bresser-Pereira, L. C; Nakano, Y. (2003). Crescimento econômico com poupança externa?. *Brazilian Journal of Political Economy (Revista de Economia Política)*, 23(2)(90), 3-27. <https://doi.org/10.1590/0101-31572004-0699>
- Marconi, N.; Araujo, E; Bracher, M. C.; Porto, T. (2021). The relationship between exchange rate and structural change: an approach based on income elasticities of trade, *Cambridge Journal of Economics*, 45(6), 22. <http://dx.doi.org/10.1093/cje/beab039>
- Mundell, R. A. (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29(4), 475-485. <https://doi.org/10.2307/139336>
- Nassif, A; Feijo, C; Araújo, E. (2020). Macroeconomic policies in Brazil before and after the 2008 global financial crisis: Brazilian policy-makers still trapped in the New Macroeconomic Consensus guidelines, *Cambridge Journal of Economics*, 44, 749-779. <http://dx.doi.org/10.1093/cjr/beaa014>

Ocampo, J. A. (2003). Capital Account and Counter-cyclical Regulations in Developing Countries. In: Ffrench-Davis, R; Griffith-Jones, S. (Eds.). *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Markets*. Palgrave-Macmillan, 217–244.

Ocampo, J. A.; Vos (2008). Policy space and the changing paradigm in conducting macroeconomic policies in developing countries, In Bank for International Settlements (Eed.) *New financing trends in Latin America: a bumpy road towards stability*, 28-45.

CONFLITOS DE INTERESSE

As autoras não têm conflitos de interesse a declarar.

CONTRIBUIÇÃO DE AUTORIA

Carmem Feijo: Conceituação, análise formal; Investigação; Metodologia; Redação – rascunho original; Redação – revisão e edição.

Eliane Araújo: Conceituação, análise formal; Investigação; Metodologia; Redação – rascunho original; Redação – revisão e edição.