

8

CAPÍTULO

POLÍTICA MACROECONÔMICA E INDÚSTRIA: UMA ANÁLISE DA ECONOMIA BRASILEIRA NOS ANOS LULA E DILMA, 2003-2014

Antonio Corrêa de Lacerda (PUCSP)

RESUMO

A perda de dinamismo do crescimento econômico brasileiro suscita o debate sobre a necessidade premente do aumento dos investimentos e ampliação do valor agregado local. O crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) na média de 2011 a 2014 foi de apenas 2,1% ao ano, menos da metade média anual de 4% do observado no período 2003-2010, em um contexto internacional de crescimento de mercados e preços de *commodities* mais favorável.

O artigo analisa aspectos das políticas macroeconômicas implementadas no Brasil, no período 2003-2014 e seus impactos para o setor industrial. O objetivo

é analisar custos e benefícios das escolhas de políticas econômicas para o setor produtivo. Compõe-se de quatro seções. A primeira discute a questão fiscal e juros; a segunda, a produção, renda e emprego; a terceira, câmbio balança de pagamentos e vulnerabilidade externa; a quarta as perspectivas de investimentos para os próximos anos.

1. QUESTÃO FISCAL E JUROS

O principal fator de incremento do déficit público brasileiro no conceito nominal é o elevadíssimo custo de financiamento da dívida pública, que não encontra paralelo em outros países. Não se questiona a necessidade do ajuste fiscal em curso, mas a sua viabilidade, dada a inconsistência em fazê-lo conjuntamente com uma elevação ainda maior nas taxas de juros, que comprometerão não apenas o nível de atividades, gerando recessão e, portanto, queda na arrecadação, e, ao mesmo tempo, aumento das despesas de pagamento de encargos sobre a dívida pública.

Durante muito tempo, em passado recente, a política fiscal, por ser considerada expansionista, era acusada de não colaborar com a política monetária no combate à inflação. É curioso que vivenciamos neste momento a situação reversa. A política monetária pode comprometer os resultados almejados na área fiscal.

Ninguém tem dúvida da necessidade do ajuste. O problema é a dificuldade em fazê-lo, diante de um cenário econômico internacional ainda desafiador (queda dos preços das *commodities*, baixo dinamismo do comércio global, etc). Por outro lado, o quadro doméstico é igualmente complexo, que já vem de uma estagnação desde o ano passado, o que é agora agravado com as medidas de contenção já tomadas e o aumento do risco de racionamento hídrico e de energia. Diante deste arcabouço chama a atenção o aumento da taxa de juros Selic, que em abril 2015 atingiu em 13,25% ao ano - uma elevação de 6 pontos percentuais nos últimos dois anos.

O risco é que a combinação das medidas adotadas, diante da fragilidade do nível de atividades nos leve a uma recessão, o que por si só pode inviabilizar o ajuste fiscal pretendido. Nessa hora, cautela deveria ser o nome do jogo....

Enquanto nas principais economias do mundo as taxas de juros reais seguem negativas para suportar a atividade econômica, no Brasil a taxa de juros real continua acima de 5% a.a. e em elevação. Dado o fraco desempenho econômico aumentar a já elevada taxa Selic comprometerá ainda mais os investimentos produtivos e a retomada da economia. Além disso, em termos fiscais, acarretará um grande aumento nas despesas com os juros da dívida pública.

Muitos questionaram se haveria alternativa diante da elevada inflação. O questionamento é pertinente por dois principais motivos: primeiro porque criou-se no Brasil um sofisma de que inflação se combate com elevação de taxas de juros, independentemente da sua causa, ou origem; segundo, porque estamos há uma década e meia presos na armadilha da meta de inflação.

Uma comparação com países em desenvolvimento com características parecidas com o Brasil, pela sua relevância econômica, perfil populacional, de urbanização, distribuição de renda etc, revelarão uma relevante distorção. Enquanto muitos destes países têm inflação no mesmo nível, ou até mais elevada que a brasileira, não encontraremos precedente no que tange ao nível das taxas de juros aqui praticadas.

Grande parte da inflação brasileira nos últimos anos tem pouca relação com o excesso de demanda, o que justificaria o seu combate com base em restrições monetárias. As pressões inflacionárias no Brasil, majoritariamente decorrem de questões de oferta: falta de investimentos, problemas de estiagem, urbanização, que encarecem produtos agrícolas, entre outras. Além disso, a indexação continua sendo um fator de rigidez para a redução da taxa de inflação (LACERDA & CAMPEDELLI, 2014).

Como desde 1999, seguimos o regime de metas de inflação, isso limita muito o espaço da política monetária, que fica restrita a uma visão de curto prazo, no horizonte da meta fixada para o ano em curso, ou para o próximo.

Sob o ponto de vista das contas públicas, o setor público consolidado apresentou um déficit primário R\$ 32,5 bilhões (0,63% do PIB), em 2014, o que representa uma inversão relativamente ao ocorrido em 2013, quando o resultado primário correspondeu a um superávit de R\$ 91,3 bilhões (1,88% do PIB). Além disso, os elevados juros praticados (Selic) impactaram negativamente as contas públicas. O custo de financiamento da dívida pública atingiu R\$ 311,4 bilhões (6,07% do PIB) no acumulado de 2014. Assim, o resultado nominal foi deficitário em R\$ 343,9 bilhões (6,7% do PIB) no ano, mais do que dobrando, comparativamente ao ano anterior em que o déficit havia atingido R\$ 157,6 bilhões (3,25% do PIB).

Diante do quadro deficitário das contas públicas, o Ministério da Fazenda segue implementando medidas restritivas, com contenção de gastos do governo e aumento de impostos visando atingir a meta de 1,2% do PIB de superávit primário em 2015. A questão é que as medidas de ajuste fiscal estão sendo implementadas em um cenário no qual há um desaquecimento das atividades econômicas e uma forte incerteza decorrentes de vários acontecimentos como, por exemplo, o risco de racionamento de água e energia.

Assim, as medidas adotadas na área fiscal combinado com a elevação dos juros pode potencializar uma piora no desempenho econômico e, conseqüentemente, o aumento de arrecadação esperado pelo governo pode não ocorrer. Além disso, nos últimos anos o custo do financiamento da dívida pública apresentou uma grande elevação e também foi responsável direto pela piora no resultado nominal. Com as constantes elevações da taxa Selic, para o

ano de 2015 o custo de financiamento deve se manter em patamares próximos a 6% do PIB.

2. PRODUÇÃO, RENDA E EMPREGO

O setor produtivo segue se deteriorando. Na indústria, no ano de 2014, foi registrado um decréscimo de 3,2%, com quedas em todas as grandes categorias econômicas. Assim, houve recuo nos bens de capital (-9,6%), nos bens de consumo duráveis (-9,2%), nos bens de consumo semi e não duráveis (-0,3%) e nos bens intermediários (-2,7%).

O risco é que as medidas de ajuste sejam exageradas e provoquem uma queda ainda mais pronunciada na já fragilizada atividade econômica, inviabilizando o ajuste pretendido. Lembrando que cada elevação da taxa de juros representa, além do encarecimento do crédito e financiamento, também um aumento dos gastos com pagamentos de juros sobre a dívida pública.

No que se refere ao setor industrial brasileiro, a longa estagnação é preocupante. O nível da produção industrial de dezembro de 2013 é semelhante ao observado há mais de cinco anos (setembro de 2008), antes dos efeitos da crise norte-americana. Desde então, ocorreu uma lenta recuperação em 2009 e 2010, porém logo seguida de estagnação, nos anos seguintes.

A Pesquisa Industrial Mensal Produção Física (PIM-PF) de dezembro de 2014 apresentou um recuo de 2,8%, em relação ao mês anterior, na série livre de influências sazonais. Na comparação com dezembro de 2013, o total da indústria teve queda de 2,7%. Para o ano de 2014, foi registrado um decréscimo de 3,2%, com quedas em todas as grandes categorias econômicas. Assim, houve recuo nos bens de capital (-9,6%), nos bens de consumo duráveis (-9,2%), nos bens de consumo semi e não duráveis (-0,3%) e nos bens intermediários (-2,7%). (Tabela 1).

Tomando-se um período um pouco mais longo, tendo como base a média de 2004, a produção física da indústria medida pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística cresceu apenas 18% no acumulado. Em contrapartida, o consumo, medido pelas vendas reais do comércio ampliado (que inclui construção civil e automóveis) cresceu, no mesmo período, 97%.

Ou seja, o salto no consumo, muitas vezes derivado de políticas de incentivo governamental, como desoneração tributária, redução de juros, ampliação do crédito, entre outras, não foi aproveitado para a expansão industrial. Não que a indústria brasileira não dispusesse de capacidade produtiva. Pelo contrário, ao longo do período citado, a ociosidade média industrial girou em torno de 20%,

Grandes Categorias Econômicas	Variação (%)			
	Dezembro 2014 / Novembro 2014*	Dezembro 2014 / Dezembro 2013	Acumulado Janeiro – Dezembro	Acumulado nos últimos 12 meses
Bens de Capital	-23,0	-11,9	-9,6	-9,6
Bens Intermediários	-0,8	-1,5	-2,7	-2,7
Bens de Consumo	-2,0	-3,2	-2,5	-2,5
Duráveis	-2,2	-9,7	-9,2	-9,2
Semiduráveis e não Duráveis	-1,7	-1,3	-0,3	-0,3
Indústria Geral	-2,8	-2,7	-3,2	-3,2

Tabela 1: Indicadores da Produção Industrial – Dezembro 2014

de acordo com os dados levantados pelo Nível de Utilização da Capacidade Industrial da (Confederação Nacional da Indústria (CNI)).

O problema, portanto, não é de capacidade produtiva, mas de competitividade. Como as condições sistêmicas - aquelas que independem das empresas - são desfavoráveis comparativamente aos concorrentes internacionais, fator agravado com o longo processo de valorização do real, abre-se um enorme espaço para o crescimento das importações, que acabam ocupando o lugar da atividade doméstica.

Os dados da balança comercial brasileira denotam a ampliação do déficit do segmento de manufaturados que atingiu US\$ 108 bilhões em 2014. Trata-se de uma crescente ampliação da dependência de importados e uma perda de capacidade de exportação. Basicamente nossa geração de superávit comercial está cada vez mais restrita aos produtos básicos (o complexo agromineral) e os semimanufaturados

Tomando-se o setor de bens de capital, de enorme importância para a geração de valor agregado, a participação dos importados no consumo brasileiro de máquinas e equipamentos cresceu de 52% em 2007, para 66%, em 2013. A indústria brasileira de bens de capital mecânicos vem perdendo espaço para os fabricantes de outros países, em especial dos chineses, cuja participação mais que dobrou, de 8,2% para 16,6%, no mesmo período, e que ocupa o segundo lugar no rol dos países de origem, somente sendo superados pelos Estados Unidos. Vale ainda destacar que, computadas as importações por peso, a China atinge o primeiro lugar, denotando clara distorção de preços praticados. É algo que tem que ser objeto de práticas de defesa comercial, pois há fortes indicadores de práticas desleais de comércio. O déficit comercial setorial atingiu US\$ 20,1 bilhões, com crescimento de 18% em relação ao ano

anterior e só sendo superado pelo resultado negativo observado nos setores de eletroeletrônicos e de químicos e fármacos.

O aumento da participação dos importados no setor de bens de capital mecânico, no entanto, não decorre de falta de capacidade física de produção. O nível de ocupação médio do setor é da ordem de 75%, o que denota uma ociosidade de 25% nas fábricas. O problema é de competitividade. Dadas as condições sistêmicas de produção local, especialmente tributação, carência de financiamento, condições de logística e de infraestrutura, entre outros fatores relevantes, os produtores locais não conseguem concorrer em igualdade de condições com os seus concorrentes de outros países.

O coeficiente de penetração das importações na indústria de transformação cresceu de 10,5%, em 2003, para 23,7% em 2013. Houve aumento em todos os segmentos, com destaque para aqueles de maior valor agregado. Além disso, a situação adversa também afeta a capacidade de exportação do setor. Em 2013 as vendas para o exterior do setor apresentaram uma queda de 7%. Embora a desvalorização do real tenha apresentado um melhora relativa da competitividade dos produtores brasileiros, o nível atual do câmbio ainda se encontra aquém do necessário para compensar os demais efeitos adversos citados anteriormente.

3. CÂMBIO BALANÇO DE PAGAMENTOS E VULNERABILIDADE EXTERNA BRASILEIRA

A taxa de câmbio nominal (R\$/US\$) tem se desvalorizado nos últimos anos, sobretudo a partir do segundo semestre de 2011, e mais intensamente em 2015, com elevação da volatilidade. A taxa de câmbio passou de nível de R\$ 2,60 no final de 2014 para taxas acima de R\$ 3,20 em março de 2015. (Gráfico 1).

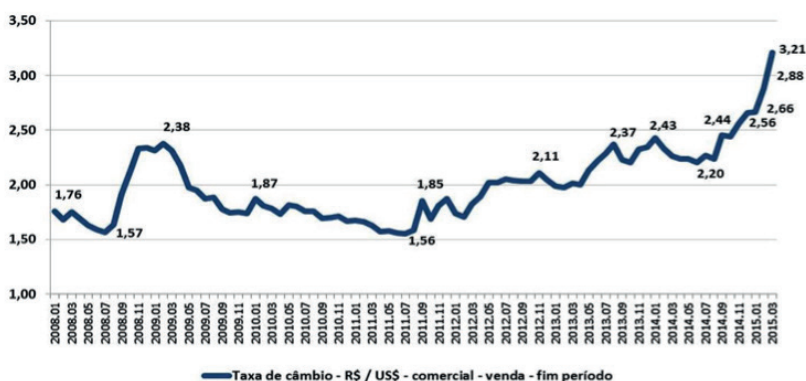


Gráfico 1: Evolução mensal da taxa de câmbio (R\$/US\$)

A desvalorização em curso é decorrente de duas causas significativas e de peso relevantes: uma de origem externa e outra doméstica. A primeira causa é internacional. Tem havido uma valorização do dólar norte americano, refletindo tanto a recuperação em curso da economia, quanto a sinalização futura de término do longo período de taxas de juros reais negativas. Evidentemente este é um movimento que não afeta unicamente o Brasil e as moedas de muitos países também tem se desvalorizado relativamente ao dólar norte americano.



Gráfico 2: Índice de taxas de câmbio real (IPA – DI)

Fonte: BCB ; CGEE/ Elaboração: ACLacerda

* Cesta de moedas de 15 países; ** Para 2015, dados referentes a fevereiro. Para os demais anos, dados referentes a dezembro; *** Base: junho / 1994 = 100.

Embora ocorra uma desvalorização nominal da taxa de câmbio, os índices de taxa de câmbio real, deflacionados pelo Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA – DI), denotam que, há vários anos, o real se mantém valorizado comparativamente ao dólar (US\$) e a uma cesta das principais moedas. Após vários anos de valorização da taxa de câmbio real, a partir de 2010 verifica-se uma tendencial desvalorização. Em 2015, o real registrou uma desvalorização mais intensa frente ao dólar do que frente à cesta das principais moedas mundiais. (Gráfico 2).

O fato de outras moedas também se depreciarem relativamente ao dólar diminui o impacto positivo que a desvalorização do real poderia significar para a melhora da competitividade dos produtos brasileiros no mercado externo, exceto, é claro, frente aos produtores nos EUA. Além disso, o mercado internacional encontra-se em fase de retração, com a desaceleração do crescimento chinês, a estagnação europeia e outros, depreciando não apenas o

volume transacionado como os preços, em especial das *commodities*. Ou seja, o impacto sobre a balança comercial não é imediato, como veremos a seguir.

No caso específico brasileiro influenciam também as causas domésticas da desvalorização da moeda, tanto de ordem econômica, quanto política. Nos últimos 5 anos houve uma crescente deterioração das contas externas, com a elevação do déficit em conta corrente do balanço de pagamentos, que supera US\$ 90 bilhões no acumulado de dozes meses. O longo período de valorização do real, assim como a perda de competitividade da economia provocaram a deterioração do balanço de transações correntes. Perdemos a capacidade de gerar saldos comerciais positivos e o déficit estrutural da balança de serviços e rendas (juros, remessas de lucros e dividendos, gastos com viagens internacionais, etc) também se ampliou.

A vulnerabilidade da economia brasileira só não se materializa por três aspectos significativos. O primeiro é que o Brasil recebe cerca de US\$ 60 bilhões ao ano de investimentos diretos estrangeiros, além de outros ingressos de capitais (bolsa, títulos, empréstimos, etc.), o que equilibra o balanço de pagamentos. O segundo aspecto é que o Brasil detém US\$ 370 bilhões em reservas cambiais, o que oferece relativo conforto para o BC e os investidores. O terceiro ponto, mais conjuntural, foi a estratégia utilizada de ofertar *swaps* cambiais em valor equivalente a US\$ 114 bilhões nos últimos dois anos, o que amenizou a demanda por dólar-papel para efeito de proteção (hedge) cambial. Isso adiou o ajuste cambial em curso, que reflete a combinação de fatores externos e internos.

No curto prazo há o ônus da elevação da inflação, pelo encarecimento dos produtos importados, assim como uma maior incerteza para os decisores, que não se sentem seguros para definir o nível da moeda. A volatilidade exacerba a incerteza, provocando adiamento de investimentos e outras iniciativas. No médio e longo prazos a desvalorização da nossa moeda ampliará a competitividade da produção brasileira, isso, tanto no que se refere à concorrência com os produtos importados, quanto para a exportação, especialmente para produtos de maior valor agregado.

O câmbio por si só não representa a solução para os nossos problemas de competitividade, mas, sem uma moeda competitiva em padrões internacionais, não é possível preservar e avançar na (re)industrialização. É esta a oportunidade que se apresenta para a economia brasileira, mas isso não será imediato, nem virá automaticamente. É preciso que a moeda se desvalorize em termos reais, comparativamente às moedas dos países com os quais competimos doméstica e internacionalmente. Também é preciso levar em conta que o longo período de apreciação do real desarticulou cadeias produtivas locais, substituídas pelas importações, assim como diminuiu o espaço de participação no mercado

exterior. Reverter essa tendência não será tarefa rápida, tampouco fácil, mas é preciso perseverar no ajuste e nas condições de competitividade da economia.

Grande parte do déficit em conta corrente do balanço de pagamentos brasileiro vem sendo financiado com ingressos de investimentos diretos estrangeiros (IDE). O ingresso de IDE, que é considerado uma modalidade mais estável de capital, uma vez que representa inversões em empresas, ou em projetos de infraestrutura.

A despeito de um quadro internacional ainda complexo, o Brasil vem se mantendo atrativo para o investimento direto de longo prazo. Nos últimos cinco anos a economia brasileira tem se posicionado dentre as cinco mais atrativas do mundo, sendo de longe a primeira na América Latina.

O bom desempenho brasileiro chama atenção, especialmente se considerarmos que a economia praticamente não apresentará crescimento este ano. Mas, certamente quem toma a decisão de investir no Brasil não está considerando o desempenho de curto prazo, nem o do próximo ano, mas da próxima década. Assim, a sétima maior economia mundial, quarto mercado automobilístico e de informática, e boas posições nos rankings de consumo dos mais variados setores é sempre um atrativo para quem quer fazer investimentos mundo afora.

Sob o ponto de vista do balanço de transações correntes, embora importantes no curto prazo por representarem a maior fonte de financiamento do déficit em transações correntes, os novos ingressos, no entanto, não garantem a sustentabilidade intertemporal das contas externas. Isso porque mais investimentos estrangeiros na nossa economia significam mais remessas de lucros e dividendos futuros, onerando a conta de serviços e rendas do balanço de pagamentos.

Assim, é muito importante que os novos ingressos de IDE representem não apenas uma maior qualidade no que se refere à sua composição, mais *greenfields*, (novos empreendimentos) e não apenas transferências patrimoniais, que é o que ocorre quando estão relacionados a compra de empresas já existentes, mas que também signifiquem novos potenciais de inovação, produtividade e exportações.

É importante destacar que sob o ponto de vista dos investimentos, o IDE no mundo todo desempenha um papel apenas marginal, sendo responsável por apenas cerca de 15% da formação bruta de capital dos países. A dinâmica do investimento é mesmo dada pelo investimento doméstico, sendo o IDE apenas complementar. No entanto, apesar dessa ressalva o IDE pode representar um papel estratégico relevante, principalmente levando em conta que representam inversões de grandes empresas globais que tem grande influencia nas inovações,

nas exportações e demais atividades, podendo viabilizar a inserção do país hospedeiro às grandes cadeias de suprimento internacionais.

Essas vantagens, no entanto, não são automáticas. Elas dependem fundamentalmente de alguns aspectos relevantes dos países receptores: a competitividade sistêmica, as políticas públicas e a capacidade de negociação. Ou seja, é muito relevante para se aproveitar as vantagens potenciais do IDE contar com um ambiente competitivo, como cambio, juros, etc, implementar políticas públicas que favoreçam a produção, a inovação e as exportações, e manter um diálogo constante dos decisores de política econômica com a alta gestão das empresas já instaladas e novos ingressantes, no sentido de viabilizar uma inserção mais ativa das empresas brasileiras nas estratégias globais de internacionalização comercial e produtiva.

4. INVESTIMENTOS E CRESCIMENTO FUTURO

A questão da ampliação dos investimentos na economia brasileira se apresenta como um dos grandes desafios para a retomada do crescimento econômico em bases sustentadas nos próximos anos. Prospectar as intenções de novos projetos é fundamental para o planejamento governamental e também para as decisões empresariais.

Um ambiente favorável aos investimentos começa com um cenário macroeconômico estável. Já tivemos um bom começo com o anúncio da nova equipe econômica e as principais linhas de medidas fiscais visando o ajuste. A nova equipe comprometeu-se com um superávit fiscal primário de 1,2% do PIB no próximo ano. É inegavelmente uma condição necessária, porém ainda insuficiente para suportar os programas de investimentos futuros. O setor público exerce papel relevante na implementação de projetos de viabilidade expressiva, além de representar o importante papel de coordenar a coerência entre as políticas macroeconômicas e as políticas setoriais e de competitividade que induzam decisões de projetos. É muito importante que os novos investimentos

Outro ponto que merece destaque é que a infraestrutura, motor dos investimentos dos próximos anos carece de fontes de financiamento de longo prazo, hoje restritas aos bancos públicos. Portanto, enquanto não se viabilizar um mercado privado de financiamento alternativo é muito importante garantir o *funding* de financiamento público voltado para projetos.

O BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) além das suas atividades precípuas de financiamento vem sistematicamente contribuindo para a questão das projeções de investimentos ao manter a

divulgação regular, há 9 anos, das perspectivas de investimentos. O trabalho leva em conta tanto a pesquisa proprietária do banco junto a empresas de um universo representativo da economia brasileira, aproveitando o seu privilegiado posto de observação, mas também o complemento deste trabalho com a incorporação de visões de outros centros de observação, além de modelos econométricos de projeção.

Os investimentos em perspectiva para o período 2015-2018, segundo o citado relatório, atingem R\$ 4,1 trilhões,, o que representa um crescimento real de 17%, um taxa anualizada de 3,2%, em relação ao quadriênio 2010-2013. Na indústria, espera-se crescimento real do investimento de 3,5% a.a., impulsionado por Petróleo & Gás. Destacam-se também as perspectivas para os Aeroespacial e Complexo Industrial da Saúde. Ambos contam com programas de compras públicas, que alavancam a demanda em defesa e saúde. (BNDES, 2014)

Em contrapartida, os setores intensivos em capital apresentam crescimento baixo ou mesmo queda, devido tanto ao menor dinamismo da demanda mundial, quanto pela maturação de um ciclo de investimentos em ampliação da capacidade produtiva no país. Nesse caso, a expectativa é de que o nível de utilização da capacidade volte a subir antes de vermos um ciclo mais robusto de investimento.

Na infraestrutura, as maiores taxas de crescimento estão em setores ligados à logística: Portos, Ferrovias e Aeroportos. Entre os investimentos mapeados, estão aqueles feitos por meio de concessões e PPPs, Parcerias Público-Privadas, contemplados pelo Programa de Investimento em Logística (PIL). Outro destaque na infraestrutura é Telecomunicações, com novo ciclo de investimentos resultantes da introdução do 4G.

Destaque-se um ponto relevante do levantamento é a aderência entre o prospectado e o realizado.. Uma comparação dos levantamentos entre 2007 e 2013 nos leva a um índice médio de 91% de acerto, ou seja, na prática 9 entre 10 projetos prospectados foram efetivamente realizados, o que destaca a qualidade do trabalho realizado.

Outro ponto relevante a ser observado é que o novo quadro da economia mundial, de menor crescimento e queda nos preços das *commodities*, se reflete diretamente nas expectativas de investimentos locais. Considerando os 12 setores industriais e de infraestrutura mais relevantes, houve uma redução de crescimento de expectativa de investimentos de 9,4% no período 2011-2014, para 4,2% para 2015-2018.

REFERÊNCIAS

- BRASIL – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). **Perspectivas de Investimentos 2015-2018 e panorama Social**. Disponível em <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/2842>, acessado em 05.05.2015
- LACERDA, A. C. de, org. (2006) **Crise e Oportunidade: o Brasil e o cenário internacional**. São Paulo. Lazuli.
- _____. Globalização e investimento estrangeiro no Brasil. Editora Saraiva. Segunda Edição. São Paulo, 2004.
- _____. (2013) “A crise internacional e a estrutura produtiva brasileira”. In: **Revista Economia & Tecnologia (RET)**, Vol. 9, n.1, p.05-18, Jan./Mar.
- _____. & CAMPEDELLI, A.L. “Uma crítica pós-keynesiana ao Regime de Metas de Inflação no Brasil”, em **Pesquisa & Debate**, Revista do Programa de Pós-graduação em Economia Política da PUC-SP, v.25, n.2(46), 2014. Disponível em <http://revistas.pucsp.br/index.php/rpe/article/view/21493>

