

macro economia da estagnação

Luiz Fernando de Paula
Economista

José Luís Oreiro
Economista



A economia brasileira, após um período de crescimento de 3,80% a.a. na média do período 2004/2013, entrou em forte recessão a partir de 2014, com taxa média do PIB real de -1,87% a.a. no período 2014/2016. Além da forte e prolongada recessão – segundo Pires et al (2019), mais profunda que a ocorrida na economia norte-americana após a crise de 2008 e com magnitude semelhante a recessão ocorrida em Portugal, Itália e Espanha –, chama a atenção o ritmo extremamente lento de recuperação econômica: a taxa média de crescimento no período 2017/2019¹ é de apenas 0,98% a.a. Esta recuperação tem sido atipicamente lenta, na realidade caracterizando uma situação de estagnação econômica, já que Borça et al (2019) mostram que historicamente as recessões brasileiras são breves e pouco profundas, com recuperações relativamente rápidas. Acompanhando a estagnação da economia brasileira, observa-se uma recuperação ainda mais lenta da taxa de desocupação: redução de 13,7% em março de 2017 para apenas 12,3% em maio de 2019.

Após um período conturbado de mudanças na condução da política econômica – desde a implementação da assim chamada “Nova Matriz Macroeconômica” em 2012 até a virada para uma política econômica ortodoxa em 2015, durante o Governo Dilma Rousseff – desde o Governo Temer, a partir de maio de 2016, até o Governo Bolsonaro, a partir de janeiro de 2019, houve uma mudança profunda na condução da política econômica, adotando-se explicitamente uma agenda ortodoxa-liberal. Esta agenda tem direcionado a economia para um novo modelo de desenvolvimento, baseado em

reformas liberalizantes (reforma trabalhista, reforma previdenciária, etc.) e na reafirmação das políticas econômicas conduzidas de forma ortodoxa: uma política monetária mais conservadora, uma política fiscal contracionista (implementação do teto de gastos com base no argumento da “contração fiscal expansionista”), e uma política cambial mais flexível.

Neste contexto, o objetivo deste artigo é analisar as razões conjunturais e estruturais do processo de estagnação que se encontra a economia brasileira. Em particular, sustentamos que a economia brasileira está estagnada em função de (i) um conjunto de fatores conjunturais (“*overkill*” da política econômica, “*balance sheet effect*”, etc.); (ii) a combinação de um conjunto de fatores endógenos (dependentes da ação do governo, como políticas de austeridade) e exógenos (queda preços de commodities em 2019; guerra comercial EUA/China, recessão na Argentina, etc.).

UMA ECONOMIA EM MARCHA LENTA

Como já assinalamos inicialmente, a economia brasileira, após uma recessão aguda em 2014/2016, teve em um processo de recuperação lenta, podendo na realidade ser caracterizado de uma situação de estagnação, isto é, uma economia com crescimento baixo e estável, ao redor de 1,0% ao ano no período 2017/2019 (o que implica um crescimento praticamente nulo do PIB per-capita), como pode ser visto no Gráfico 1. Decompondo o PIB por setor, tanto o setor de serviços e o setor industrial (este estagnado desde meados de 2008) declinaram

a partir do início de 2015, sendo a única exceção o setor agropecuário que continuou a se expandir neste período, puxado pelo desempenho das exportações, sendo a recuperação bastante lenta em todos os outros setores.

Já do ponto de vista dos componentes de gasto do PIB, a maioria dos dispêndios declinaram a partir de 2015, com exceção das exportações, favorecida tanto pela forte desvalorização cambial ocorrida neste ano quanto pelo aumento nos preços das commodities ocorridas em 2016. A reação do consumo das famílias (responsável por mais de 50% do PIB do ponto de vista do gasto) e da formação bruta de capital fixa tem sido muito lenta, mantendo-se esses componentes da demanda praticamente estagnados no período relativo ao 1º trimestre de 2016 e 1º trimestre de 2019. Deste modo, observa-se, pelo lado dos gastos, uma economia em estado de estagnação².

A forte desaceleração econômica veio acompanhada de um agudo crescimento na taxa de desocupação, que aumentou celeramente de 6,5% em dezembro de 2014 para 13,7% em março de 2017, mantendo-se desde então ao redor 12%, permanecendo neste patamar elevado sem uma tendência de redução mais significativa (Gráfico 2). O aumento na taxa de desocupação atingiu a grande maioria dos setores da economia, mas foi particularmente agudo no setor de construção civil (responsável por 22% do aumento da taxa entre 2014 e 2016), dependente dos programas do governo e atingido pela paralisia no setor causado pela operação Lava-Jato. Observa-se, assim, que a lenta recuperação da economia brasileira, após a recessão, não tem sido

acompanhada de um aumento mais significativo do nível de emprego.

Esse movimento no mercado de trabalho tem sido acompanhado por um aumento na concentração de renda desde 2015, em função da manutenção de elevados patamares de desemprego e desalento, como também do aumento da desigualdade entre trabalhadores: segundo Barbosa (2019a), em meados de 2014, os 50% mais pobres se apropriavam de cerca de 5,7% de toda a renda de trabalho,

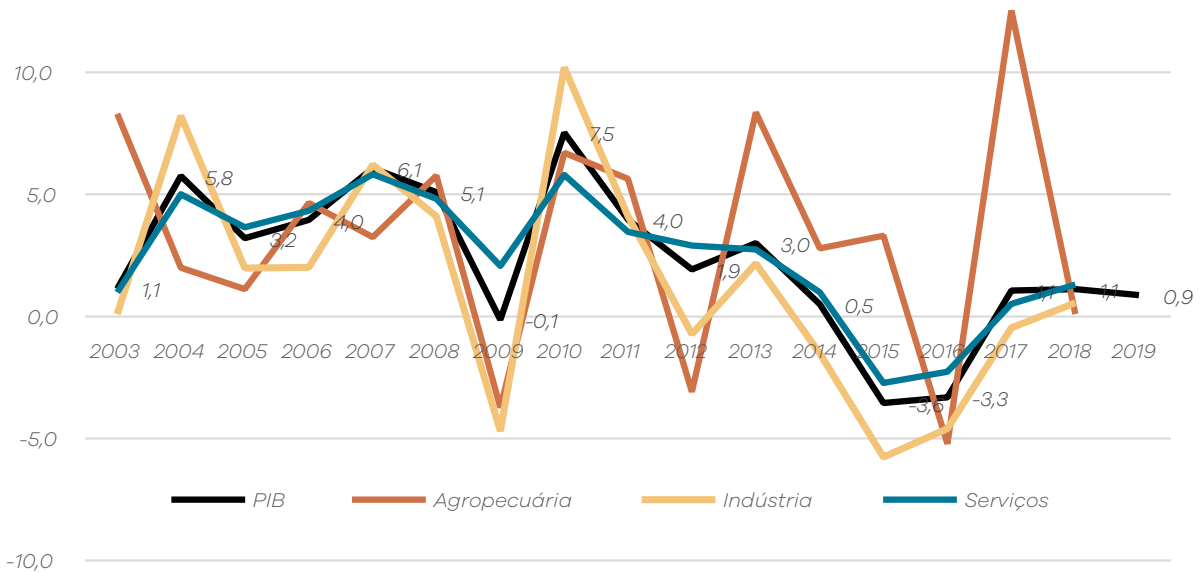
enquanto que no 1º trimestre de 2019 essa proporção caiu para 3,5%, uma queda de quase 40%. Já os 10% mais ricos da população que recebiam cerca de 49% do total de renda de trabalho em meados de 2014 aumentaram para 52% no início de 2019, um aumento de 30% na fração da renda apropriada pelos 10% mais ricos.

FATORES CONJUNTURAIS

Uma característica da fraca recuperação econômica pós-recessão

de 2014/2016 é que a mesma tem sido atipicamente lenta, quando comparada, por exemplo, com as recuperações ocorridas após a recessões de 1981/83 e 1989/92, mesmo considerando que a recessão recente foi bem mais profunda. Deste modo, seria de se esperar uma recuperação cíclica mais robusta, que, como vimos, não aconteceu. Segundo Pires et al (2019), a retomada econômica brasileira é semelhante à dos países da Zona do Euro pós-crise

Gráfico 1: Taxa de crescimento do PIB real (% ao ano)



Fonte: IPEADATA (2019) e BCB (2019).

OBS: PIB de 2019 com base na projeção do Focus de 07/09/2019.



financeira (exceção da Grécia), países que tinham restrições na utilização de instrumentos contra-cíclicos. Vários fatores contribuíram para tal comportamento.

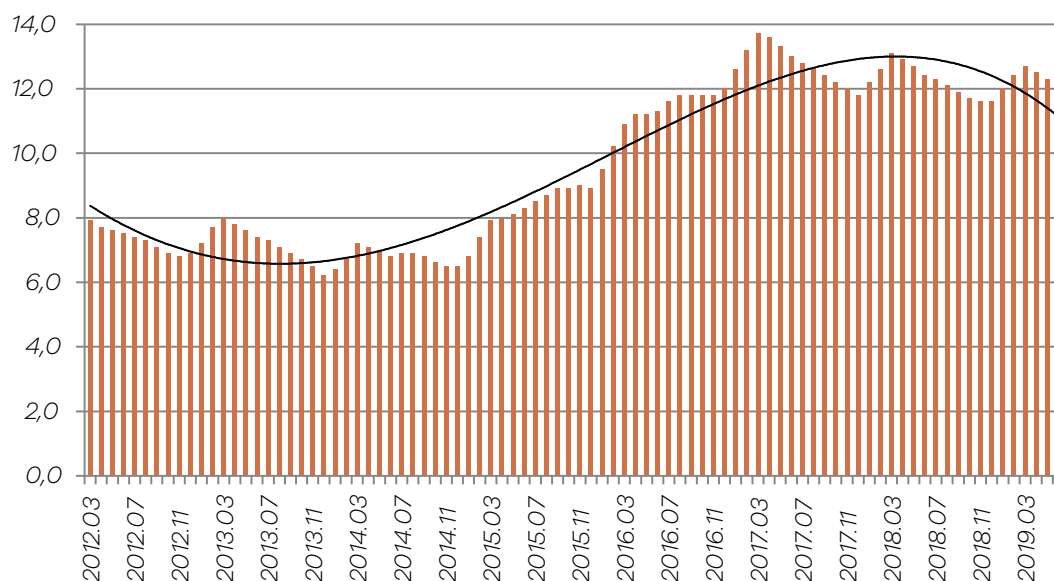
Em primeiro lugar, e mais importante, o principal problema da economia brasileira tem sido a *falta de demanda* e não de um eventual problema de oferta. De acordo com Borges (2018) a falta de demanda é decorrente de um "overkill" decorrente de um conservadorismo

excessivo da política econômica. A manutenção de uma política monetária contracionista por um período de tempo muito longo, com manutenção de uma taxa Selic acima do juro neutro da economia a partir de meados de 2017, num contexto em que a política fiscal e, sobretudo, financeira (desembolsos do BNDES) também foram contracionistas, contribuiu sobremaneira para a economia ter uma recuperação lenta com tendência à estagnação. De fato, é como se

o governo, em meio a recuperação cíclica da economia, puxasse ao mesmo tempo todos os freios da economia.

O Gráfico 3 apresenta média, mediana e desvio-padrão de 9 estimativas independentes do hiato do produto para a economia brasileira (sendo 3 estimativas do IBRE/FGV, duas da LCA, duas da MCM, uma da IFI/Senado e uma do IPEA): como pode ser visto tanto na média quanto na mediana que a economia brasileira

Gráfico 2: Taxa de desocupação (pessoas desocupadas por mais de 1 ano - %)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do IBGE (2019)

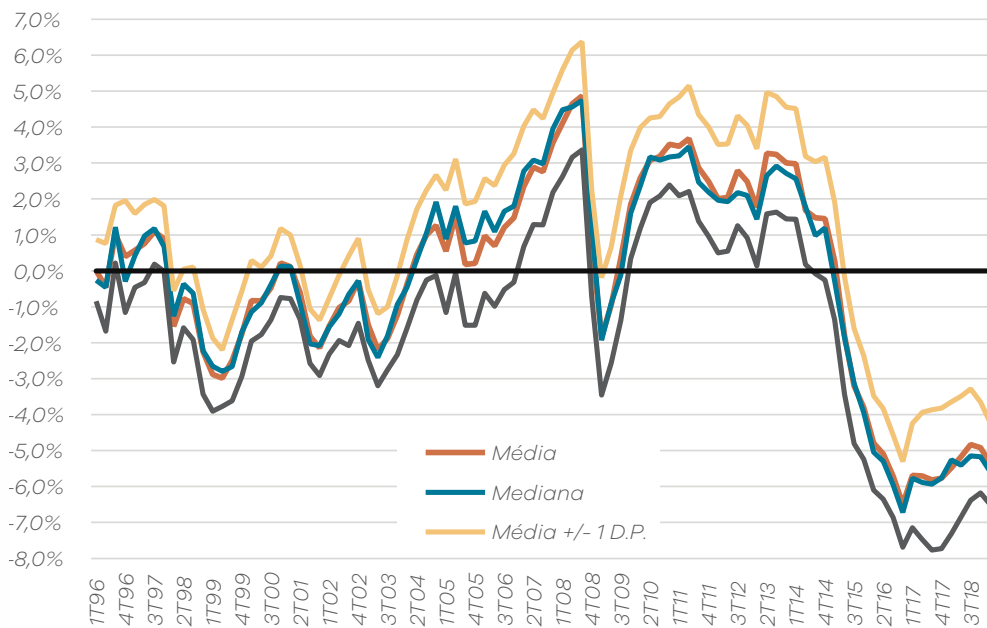
estava no 1º trimestre de 2019 operando com cerca de 5,5% abaixo do seu potencial, o que mostra que o excesso de capacidade ociosa pouco se alterou desde o final de 2016 (Pires et al, 2019).

Em segundo lugar, após um longo ciclo de expansão do crédito (2004/2014), em que a relação crédito/PIB cresceu de 23% para 58%, observa-se um “*credit crunch*” – isto é, um colapso no mercado de crédito – na economia

brasileira a partir de 2015, decorrente da combinação de aumento no endividamento dos agentes (famílias e firmas) com um forte choque de juros. Como pode ser visto no Gráfico 4, a taxa de crescimento real do crédito despencou a partir do início de 2015, tanto para o crédito livre quanto para o crédito direcionado, sendo que neste último caso a queda na oferta de crédito do BNDES – que passa por uma radical mudança operacional (em particular

no que se refere a devolução de recursos para o Tesouro) – contribuiu sobremaneira para esta redução, que volta a acontecer a partir de 2018, neutralizando a recuperação parcial das modalidades de crédito livre³. A forte redução do balanço do BNDES coloca em dúvida se o segmento privado do sistema financeiro será capaz ofertar crédito (bancário ou via mercado de capitais) na magnitude necessária para um novo ciclo de crescimento.

Gráfico 3: Hiato do produto - Média e mediana simples de 9 estimativas (1996/2019)



Fonte: Pires et al (2019), a partir de dados da LCA, MCM, IBRE/FGV, IFI/Senado de IPEA-



Em terceiro lugar, e relacionado ao anterior, o elevado endividamento das firmas e das famílias gerou uma “*balance sheet recession*”, ou seja, uma queda do nível de atividade econômica e da demanda agregada devido ao processo de desalavancagem das firmas e das famílias (Gala, 2018). A economia brasileira – após sofrer o efeito-contágio da crise financeira internacional – retomou o ciclo de expansão do crédito no período pós-2008, agora liderado pelo segmento dos bancos públicos, que resultou num aumento significativo do grau de alavancagem das empresas não-financeiras e do comprometimento de renda das famílias com endividamento bancário. De fato, a elevação da taxa de juros a partir de 2015, em conjunto com a forte desvalorização da taxa nominal de câmbio, levaram as empresas e as famílias a desalavancar seus balanços, contraindo os gastos com investimento e consumo, um processo que tem sido lento e parcialmente revertido.

O endividamento das famílias em relação a renda acumulada nos últimos 12 meses – conforme dados do BCB (2019) – cresceu de 18,5% em janeiro de 2005 para 46,6% em janeiro de 2015, vindo então a cair para 41,7% em setembro de 2017 mas voltando a crescer para 44,0% em maio de 2019. Por outro lado, observa-se que as firmas foram se fragilizando financeiramente de 2007 a 2015, devido ao aumento das despesas financeiras e compromissos financeiros de curto prazo em relação a geração de caixa, vindo a desalavancar apenas parcialmente em 2016 e 2017. Segundo Meyer (2019), a fragilidade financeira das empresas de capital aberto⁴ reduziu de 1,69 em 2007 para 0,38 em 2015 (o que significa que a

geração de caixa só cobre apenas 38% das despesas e compromissos financeiros), vindo a se elevar para 0,85 em 2017. Nesse contexto de uma ainda elevada alavancagem, a política monetária mais expansionista perde parcialmente eficácia e a recuperação do nível de atividade é mais demorada.

A velocidade do processo de desalavancagem – o qual exige que o setor privado não-financeiro se torne superavitário – depende da disposição e da capacidade do setor público em compensar o aumento do superávit do setor privado por uma redução (ou aumento) do seu próprio superávit (déficit). Contudo, as regras fiscais aprovadas no Governo Temer, ao final de 2016, impedem o uso da política fiscal como instrumento anticíclico.

De fato, a chamada PEC 55 tem como objetivo reduzir a trajetória de crescimento dos gastos públicos no Brasil e equilibrar de forma definitiva as contas públicas, fixando por até 20 anos um limite para as despesas primárias, que passam a ser reajustadas pelos gastos realizados no ano anterior corrigido pela inflação; ao mesmo tempo em que manteve a meta de resultado primário, estabelecido na Lei de Responsabilidade Fiscal. Segundo Barbosa (2019b) há dois problemas nessas regras. Por um lado, a *meta do resultado primário* gera um comportamento pró-cíclico da política fiscal: se a economia crescer mais rápido do que projetado no orçamento, as receitas tributárias serão também maiores do que projetado, podendo o governo gastar mais, contribuindo para acelerar a economia; se o crescimento econômico estiver abaixo do previsto,

o governo é forçado a cortar despesas discricionárias para cumprir a meta de resultado primário, resultando uma contração fiscal no momento em que a economia está operando abaixo do esperado. Por outro lado, com a *meta de gastos*, o resultado do governo se torna a variável de ajuste: se a economia crescer mais rápido do que o esperado, o governo arrecadará mais do que previsto, mas *não* poderá gastar o excedente, uma vez que sua despesa está limitada pela regra estabelecida; por outro lado, como pela nova regra do teto o gasto total tem crescimento igual a zero em termos reais, se o crescimento dos gastos obrigatórios em termos reais for maior do que zero então o gasto discricionário deverá ser reduzido no mesmo montante para que o gasto primário permaneça constante e não ultrapasse a meta, sendo essa situação particularmente grave em momento em que economia está crescendo pouco e a arrecadação fiscal está baixa.

O resultado desta regra é que dada a dificuldade de atingir a meta do teto do gasto, o governo se vê obrigado a cortar mais e mais gastos discricionários, razão pelo qual o Ministro Paulo Guedes tem defendido a desvinculação das despesas obrigatórias.

Gráfico 5 mostra a decomposição do resultado fiscal estrutural, que corresponde ao resultado primário que seria observado como o PIB em seu nível potencial, o preço do petróleo igual ao valor igual ao valor de equilíbrio de longo prazo e sem receitas e gastos não recorrentes. O indicador mede assim o esforço discricionário e recorrente do setor público para alcançar a solvência de longo prazo, sendo que sua variação retrata em que medida houve deterioração ou melhora

fiscal (Ministério da Economia, 2019). Como pode ser observado no referido gráfico, há uma forte deterioração do resultado primário (convencional) a partir de 2014, vindo a atingir um déficit de 2,5% do PIB em 2016, sendo que o fator principal para tal deterioração foi o “componente cíclico”, que responde por 1,9% do PIB em média no período 2015/2018, sendo apenas parcialmente atenuado por receitas não recorrentes (principalmente bônus relativos aos leilões do pré-sal). Deste modo, fica claro que o principal fator responsável pela deterioração fiscal a partir de 2015 foi o efeito da desaceleração econômica sobre a arrecadação fiscal de modo geral. Já o impulso fiscal, medido pela variação do resultado estrutural, mostra uma forte tendência contracionista em 2015 (-1,8%), expansionista em 2016 (0,8%) e relativamente neutro em 2017 (-0,3%) e 2018 (0,2%).

Um dos resultados da deterioração fiscal e da recente amarração institucional – que torna a política fiscal permanentemente contra-cíclica, sendo impedida de ser utilizada como instrumento de estabilização do ciclo econômico – é a queda do investimento público em relação ao PIB, já que é um gasto discricionário, caindo de 4,06% em 2013 para 2,43% em 2018 (conforme dados do Tesouro Nacional), com uma expectativa de uma redução ainda maior em 2019. Como atesta a literatura (IMF, 2014) há uma forte complementaridade entre investimento privado e investimento público, em particular no que se refere aos investimentos em infraestrutura, os quais possuem alta externalidade para outros setores da economia.

Por último, observa-se uma tendência recente de deterioração

na economia internacional, como resultado da guerra comercial entre EUA-China, desaceleração econômica na Zona do Euro e na China, crise argentina, etc., com efeitos sobre a economia brasileira tanto nos fluxos de comércio quanto nos fluxos financeiros⁵. Em particular, há uma deterioração nos termos de troca do país em curso desde o final de 2011, com um repique de meados de 2016 para meados de 2017, sendo a queda recente devida, em parte, a redução nos preços das commodities. Deste modo, não se deve esperar uma compensação da estagnação do mercado interno por um desempenho mais robusto das exportações líquidas do país.

De acordo com Barboza e Campello (2019) existe uma forte correlação positiva entre crescimento do índice CRB de preços de commodities e o PIB brasileiro, de 76% entre junho de 2005 a junho de 2019. Os autores sugerem que a influência dos preços das commodities vai além das exportações brasileiras, uma vez que aumentos nos preços das commodities: (i) atraem fluxos de capital para o país, o que permite ampliar a liquidez e o crédito; (ii) aumentam o preço das ações e o investimento das empresas listadas; (iii) geram uma tendência de apreciação da taxa de câmbio, o que alivia o balanço das empresas endividadas em moeda estrangeira e reduz os preços dos bens de capital importados, com efeitos positivos sobre investimento; sendo os efeitos contrários no caso de uma queda nos preços das commodities, como parece ser o caso da economia brasileira em 2019.

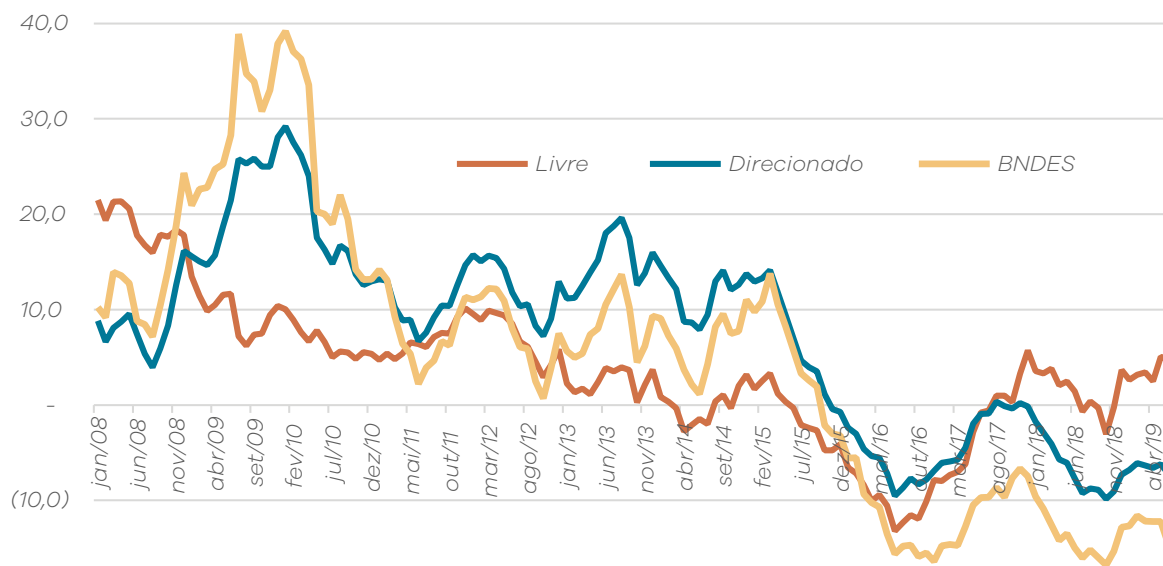
ALGUMAS BREVES CONSIDERAÇÕES FINAIS SOBRE A POLÍTICA ECONÔMICA DE BOLSONARO/GUEDES

Analisamos neste artigo as razões conjunturais e estruturais, domésticas e externas do processo de estagnação que se encontra atualmente a economia brasileira. Nossa avaliação é que a política ortodoxo-liberal⁶ – uma espécie de “tatcherismo” tupiniquim – que vem sendo implementada por Bolsonaro/Guedes é equivocada e incapaz de dar sustentação a um novo ciclo crescimento para economia brasileira, sendo mais provável a manutenção de uma economia estagnada, resultando em um comportamento de “*stop-and-go*” em termos de um baixo crescimento.

Como medida pontual para estimular a demanda de consumo das famílias, dada a fraca e lenta recuperação econômica ao longo de 2019, a equipe econômica anunciou ao final de julho de 2019 a liberação de saques de até R\$ 500,00 nas contas ativas e inativas do FGTS e do PIS/PASEP, estimando uma liberação de recursos da ordem de R\$ 42 bilhões em 2019 e 2020. Estimativas sobre o impacto de tal medida mostra que a mesma terá um impacto pontual e limitado sobre o PIB, gerando um aumento de 0,2% do PIB em 2019 (Balassiano, 2019).

Logo, a agenda de Bolsonaro/Guedes não enfrenta o problema crucial de economia brasileira, que é uma *crônica falta de demanda*, que requer uma outra agenda de ajuste fiscal, mais gradualista e de longo prazo, e abrindo espaço para o crescimento dos investimentos públicos. A agenda econômica do governo é uma espécie de reedição do *liquidacionismo de Hoover-Melton*⁷ no sentido de que as medidas de

Gráfico 4: Taxa de crescimento do crédito em relação a 12 meses anteriores (%) – livre e direcionado*



Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCB (2019)

(*) Valores deflacionados pelo IGP-M de julho de 2019

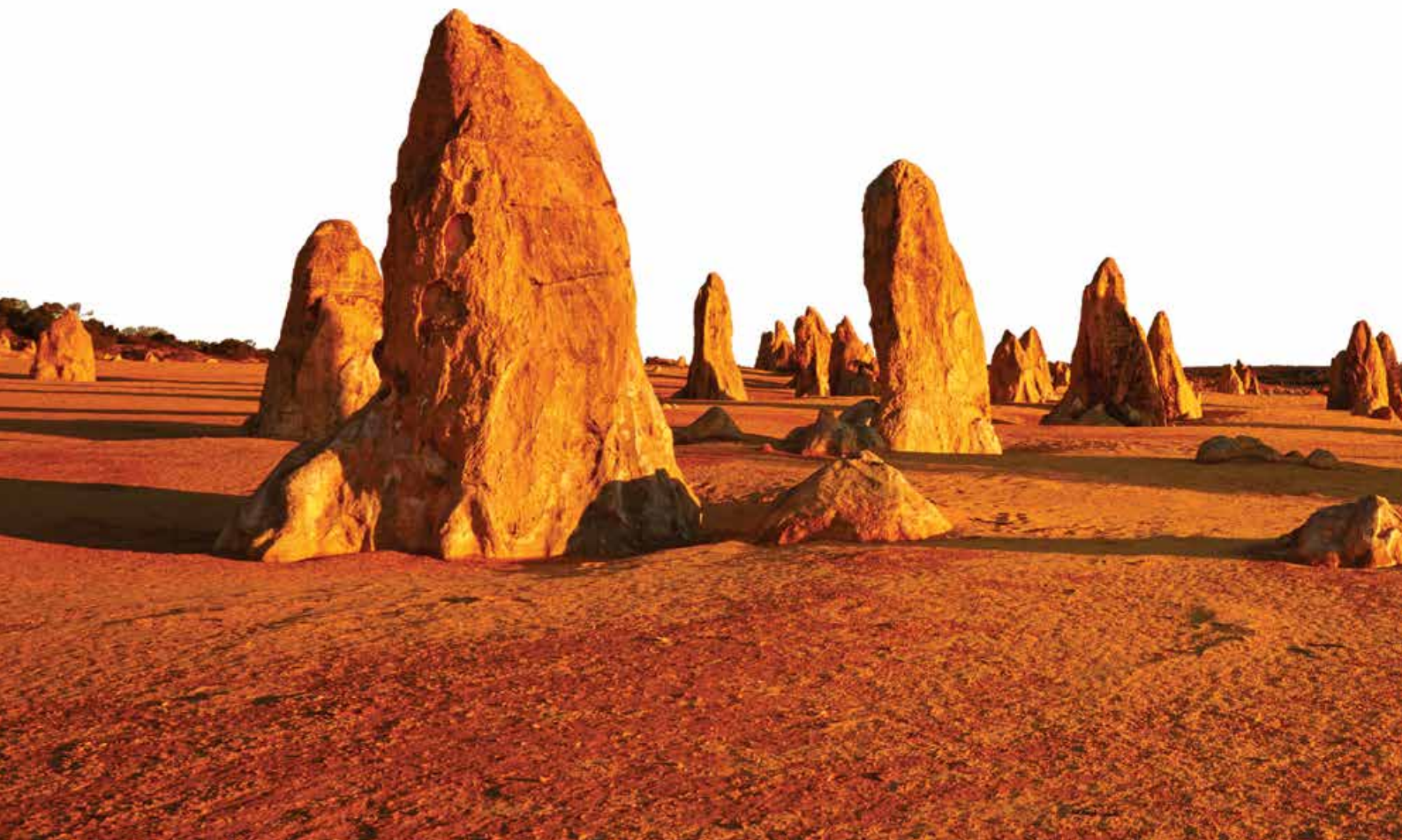
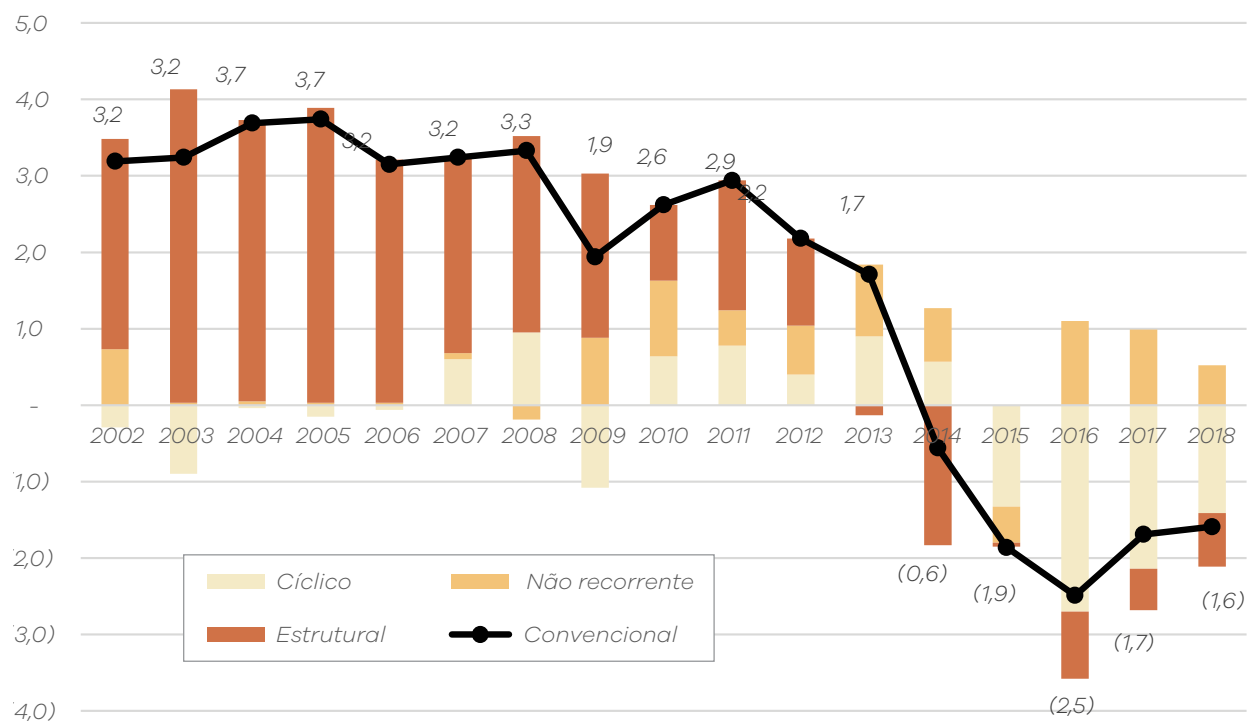


Gráfico 5: Decomposição do resultado estrutural fiscal (% do PIB) – 2003/2018



Fonte: Ministério da Fazenda (2019).



estímulo a demanda agregada são vistas pela equipe econômica do governo como contraproducentes, muitas vezes comparadas a “dar cachaça para o alcoólatra parar de tremer” (Mendes, 2019). Ademais, objetiva a redução do papel do Estado na economia, buscando abrir espaço para o empreendimento privado, como principal estratégia de desenvolvimento. Contudo, a

questão central para uma estratégia de desenvolvimento não é mais ou menos Estado, mas qual Estado é necessário para dar suporte ao mesmo, buscando um equilíbrio entre Estado e mercado. De fato, não há experiência de desenvolvimento desde o século XX que tenha prescindido de um papel ativo do Estado na economia. ●

Artigo escrito com dados e informações disponíveis em setembro de 2019.

Luiz Fernando de Paula é professor do Instituto de Economia da Universidade de Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ) e do Instituto de Estudos Sociais e Políticos da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (IESP/UERJ)

lfpaula@iesp.uerj.br

José Luís Oreiro é professor do Departamento de Economia da Universidade de Brasília (UnB) e Pesquisador do Centro de Estudos do Novo-Desenvolvimentismo da FGV-SP

joreirocosta@yahoo.com.br

NOTAS DE RODAPÉ

1. Considerando uma projeção de crescimento de 0,87% em 2019 conforme Focus de 07/09/2019.

2. Uma economia estagnada é entendida aqui como uma economia que tem se mantido em baixo crescimento por um período prolongado, sem que isso caracterize uma recessão.

3. As operações de crédito com operações livres correspondem aos contratos de financiamentos e empréstimos com taxas de juros livremente pactuadas entre instituições financeiras e mutuários. Nas operações livres, as instituições financeiras têm autonomia sobre a destinação dos recursos captados em mercado. Já as operações de crédito com recursos direcionados são aquelas regulamentadas pelo CMN ou vinculadas a recursos orçamentários, sendo destinadas, basicamente, ao financiamento da produção e do investimento de médio e

longo prazos aos setores imobiliário, rural e de infraestrutura.

4. Medida pelo seguinte indicador: geração de caixa (EBITDA) sobre despesas financeiras somado a compromissos financeiros de curto prazo.

5. Segundo o IMF (2019), a taxa de crescimento da economia mundial cai de 3,8% em 2017 para 3,6% em 2018 e (previsão) para 3,2% em 2019, enquanto que o crescimento do volume do comércio internacional cai ainda mais: de 5,5% a.a. em 2017 para 3,7% em 2018 e (estimado) 2,5% em 2019.

6. A política econômica ortodoxo-liberal iniciada por Temer/Meirelles e aprofundada por Bolsonaro/Guedes possui dois aspectos principais: (i) realização de uma forte contração fiscal, principalmente pelo lado dos gastos correntes, baseado na tese da “contração fiscal expansionista”; (ii) um conjunto

de políticas liberais que visa “destravar” o espírito empresarial das amarras do Estado via desregulamentação do mercado, permitindo que a iniciativa privada comande o processo econômico, inclusive no que se refere aos investimentos. Políticas de demanda tem papel nulo ou marginal nesta estratégia de crescimento, podendo apenas ser adotadas excepcionalmente através de medidas pontuais que não impliquem em custo fiscal.

7. No início da década de 1930, Andrew Mellon, Secretário do Tesouro dos EUA, diante de uma catástrofe econômica sem precedentes, pediu ao Presidente Hoover que se abstivesse de usar o governo para intervir na depressão. Mellon acreditava que recessões econômicas, como as ocorridas em 1873 e 1907, eram uma parte necessária do ciclo de negócios, porque expurgaram a economia.

BIBLIOGRAFIA

Balassiano, M. (2019). “Liberação do FGTS: estímulo à economia”. Blog do IBRE, 29/07/2019, <https://blogdoibre.fgv.br/posts/liberacao-do-fgts-estimulo-economia>

Barbosa, R.J. (2019a). “Estagnação, desalento, informalidade e a distribuição da renda do trabalho no período recente (2012-2019)”. *Mercado de Trabalho – Conjuntura e Análise* n.67, IPEA, setembro.

Barbosa, N. (2019b). “O problema das três regras fiscais”. *Observatório da Economia Contemporânea, Le Monde Diplomatique Brasil*, 30 de maio.

Barboza, R. e Campello, D. (2019). “PIB e preços de commodities”. *Valor Econômico*, 22/08/2019.

BCB – Banco Central do Brasil (2019), <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>, acesso em 05/09/2019.

Borça Jr., G., Barboza, R. e Furtado, M. (2019). “A recuperação do PIB brasileiro em recessões: uma visão comparativa”. Blog do Ibre, disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/recuperacao-do-pib-brasileiro-em-recessoes-umavisao-comparativa>

Borges, B. (2018). “Novos núcleos, *monetary overkill* e o choque cambial”. Blog do IBRE, <https://blogdoibre.fgv.br/posts/novos-nucleos-monetary-overkill-e-o-choque-cambial>

IBGE (2019), <https://www.ibge.gov.br/>, acesso em 12/09/2019.

Gala, P. (2018). “O Peso das dívidas na recuperação econômica brasileira”. *Valor Econômico*, 09/08/2019.

IMF - International Monetary Fund (2014). *World Economic Outlook: Legacies, Clouds, Uncertainties*. Washington, October.

IMF - International Monetary Fund (2019). *World Economic Outlook: Still Sluggish Global Growth*. Washington, July.

IPEADATA (2019), <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>, acesso em 16/09/2019.

Mendes, M. (2019). “Estímulo de curto prazo é como dar cachaça para alcoólatra parar de tremer”. *Folha de S.Paulo*, 08/07/2019.

Meyer, T.R. (2019). “Determinantes do investimento privado no Brasil no período recente: uma abordagem pós-keynesiana”. Tese de doutorado. Rio de Janeiro: PPGCE/UERJ, setembro.

Ministério da Fazenda (2019). *Boletim Resultado Fiscal Estrutural – 2018*. Brasília: Ministério da Fazenda, abril.

Pires, M., Borges, B. e Borça Jr, G. (2019). “Por que a recuperação tem sido a mais lenta de nossa história?”. *Brazilian Keynesian Review*, 5(1): 174-202.