

Dissenso ao Contrassenso do Novo Consenso: a Alternativa da Macroeconomia da Demanda Efetiva

7 de Abril de 2019

Ricardo Summa (IE/UFRJ)

Franklin Serrano (IE/UFRJ)

1. Introdução

O debate sobre a validade das ideias da Modern Money Theory (MMT) ganhou bastante repercussão no debate nos EUA recentemente, com a difusão das ideias propagadas por Stephanie Kelton e encampada pelos políticos mais progressistas do partido Democrata dos EUA (Bernie Sanders e Alexandria Ocasio-Cortez). A resposta crítica de economistas ligados ao mainstream e ao *establishment* do Partido Democrata, como Summers e Krugman, ampliou a visibilidade dessas ideias.

Aqui no Brasil ganharam reverberação os artigos de Lara Resende (2019a, 2019b, 2019c)¹, que endossou algumas principais teses do MMT como (i) o Estado não quebra em sua própria moeda; (ii) a criação de moeda na economia é endógena e (iii) a taxa de juros é exogenamente fixada pelo Banco Central e (iv) não há relação de causalidade de algum agregado monetário para a inflação.

Primeiramente, cabe dizer que vemos como salutar a discussão dessas ideias em meios de comunicação mais amplos por economistas mais influentes que há tempos atrás tratavam tais proposições teóricas como blasfêmias econômicas (e/ou as ignoravam). Porém, iremos mostrar que as conclusões mais conservadoras (Haluska, 2019, Vernengo, 2019) em termos de política econômica do próprio Lara Resende vêm de sua adoção de uma série de outras suposições teóricas adicionais sobre o funcionamento da Macroeconomia baseada no Novo Consenso e de outros elementos ecléticos

¹ Economista da tradição da PUC-RJ, um dos formuladores dos Planos Cruzado e Real e ex-presidente do BNDES no governo FHC.

adicionados à essa análise. E por fim, iremos mostrar que é possível combinar as mesmas premissas teóricas do MMT com um arcabouço teórico alternativo, fundamentado na abordagem do excedente, retomada da forma proposta por Sraffa e Garegnani. Nossa versão de arcabouço teórico alternativo se organiza em três pontos centrais, a saber: (a) a validade da demanda efetiva de longo prazo;(b) na abordagem da inflação de custo e conflito distributivo e (c) na abordagem da taxa de juros exógena para chegar a conclusões bem diferentes.

Na verdade, a junção das ideias das finanças funcionais e de parte da MMT – que nós chamamos de c) a “abordagem da taxa de juros exógena” com os itens a) e b) acima é a base do curso optativo de Macroeconomia da Demanda Efetiva da pós-graduação do IE-UFRJ que vem sendo ministrado há mais de duas décadas, gerando diversas dissertações, teses e artigos. Assim, o objetivo do presente artigo é divulgar os resultados dessa ampla linha de pesquisa e mostrar que resultados diferentes do proposto por Lara Resende podem ser obtidos a partir já junção de algumas ideias da MMT com esse arcabouço teórico. É importante assinalar que nosso objetivo não é fazer uma análise geral da abordagem da MMT em todos seus aspectos. Seus proponentes dão muita importância a outros temas polêmicos como a teoria do investimento de Minsky e a proposta do Estado ser um empregador de última instância, que não serão tratadas aqui (ver Wray (2019)). Para nossos propósitos apenas a parte ligada a Finanças Públicas Funcionais e a fixação das taxas de juros pelo Banco Central nos importam.

2. A análise de Lara Resende

Primeiramente, é necessário enfatizar que o texto mais amplo de Lara Resende (2019a) não faz um esforço de elaborar um modelo formal e fechado para derivar suas propostas de política econômica, mas sim um apanhado de ideias e citações de autores que, a partir das ideias desses autores e do texto de Lara Resende tentaremos reconstruir um arcabouço coerente entre si.

Basicamente, o artigo de Lara Resende trata da determinação do produto e da inflação e o papel do Banco Central que determina a taxa de juros da economia e depois, após acrescentar outros elementos na análise, tenta tirar uma

implicação de regra de política desejável compatível com um custo fiscal baixo e maior bem-estar da economia. Iremos, portanto, tratar dessas duas questões.

2.1 A Macroeconomia de Lara Resende, o Novo Consenso e as Finanças Funcionais de Lerner

Com relação à macroeconomia proposta por Lara Resende, esta não parece muito diferente dos chamados modelos do Novo Consenso (Taylor (2000), Blanchard, 2016). A referência que o autor faz a Woodford nesse contexto nos permite entender que para Resende:

(1) existe um produto de pleno emprego determinado por fatores de oferta e não sensível à demanda agregada (“a restrição da realidade”: capacidade, ou produto potencial);

(2) a demanda agregada afeta produto efetivo no curto prazo (devido a alguma rigidez nominal)

(3) a taxa real de juros afeta a demanda agregada e assim o produto efetivo (uma curva IS) primordialmente através da elasticidade juros do investimento das empresas;

(4) a inflação depende do excesso de demanda medido pela distância do produto efetivo em relação ao produto de pleno emprego e da inflação esperada, que é totalmente incorporada ou repassada a inflação efetiva.

(5) que o Banco Central controla a taxa de juros, cabendo a ele fechar o hiato do produto para atingir a taxa natural de juros (suposta única) e estabilizar a inflação

(6) A taxa natural de juros seria aquela que compatibiliza a demanda agregada com o produto de pleno emprego, ou a poupança de pleno emprego e o investimento. Nesse tipo de modelo, há uma relação inversa entre consumo (das famílias ou do governo) e investimento das empresas, e a taxa natural de juro será resultante dessa composição dos gastos. Um aumento no consumo do governo, por exemplo, levará no longo prazo, a uma elevação da taxa natural de juros que terá um efeito *crowding-out* completo do investimento.

Dessa maneira, o que Lara Resende chama a atenção, ainda que aceitando o modelo do Novo Consenso, é deixar claro que não haveria nenhuma restrição **monetária** tanto para o Banco Central fixar a taxa de juros no patamar

desejado nem para o Governo realizar política fiscal. Obviamente, dizer que não há restrição monetária não quer dizer que dentro deste modelo o governo não enfrenta consequências econômicas de, por exemplo, fixar a taxa de juros diferente da natural e experimentar uma (hiper)inflação ou deflação. Outro ponto importante que Lara Resende traz para a discussão é o caráter endógeno da criação de moeda e a evidente ausência de causalidade de algum agregado monetário sobre a inflação.

De alguma forma, este tipo de ideias já foi defendido dentro da visão *mainstream* da economia. Woodford (2001, p. 31) já havia reconhecido que não há possibilidade 'técnica' do governo não honrar seus compromissos em sua própria moeda e, portanto, os limites de endividamento do setor público são muito distintos do privado. A ideia de que a taxa de juros é fixada pelo Banco Central é utilizado nesses modelos desde a década de 90 (Taylor, 1993, Romer, 2000). Diversos macroeconomistas pragmáticos ligados a instituições financeiras e Bancos Centrais atualmente reconhecem o caráter da moeda criada endogenamente pelos bancos e a não relação de causalidade dos agregados monetários para a inflação (Sheard (2013), Mcleay et alli (2014))².

Alguma semelhança pode ser apontada em relação ao pioneiro de algumas ideias centrais do que hoje é chamada MMT, Abba Lerner (1951), que defendia a ideia que as finanças públicas deveriam ser funcionais, no sentido de evitar situações de desemprego ou excesso de demanda e inflação, não importando seu resultado em termos de quantidade de dívida ou base monetária gerada para atingir essa finalidade. Lerner seguia o consenso da época, a síntese neoclássica, e assim a ideia de que o governo em uma economia monetária, que não tende automaticamente ao produto de pleno emprego dos fatores de produção, por causa da baixa ou nula elasticidade juros do investimento observada empiricamente, poderia (e deveria) por meio da política fiscal (principalmente) e monetária gerar um nível de gasto agregado capaz de levar a economia a esse produto de Pleno Emprego.

Aliás, na mesma linha, não há indícios, por exemplo, em Friedman que o Estado quebre na própria moeda, pelo contrário. Em Friedman, o Banco Central sempre aumenta (exogenamente) a quantidade de moeda de forma a

² Aqui no Brasil, a ideia de que o governo não tem restrição financeira foi aceita por Samuel Pessoa (2019) em concordância com Lara Resende.

tornar o produto acima do nível de pleno emprego dos fatores de produção (ou em suas palavras, o desemprego abaixo de sua taxa natural). O Governo em Friedman, por mais irracional que seja (segundo ele) ao nunca aprender que esse tipo de política monetária levará apenas a hiperinflação, **não enfrentará restrições em sua própria moeda** e é justamente por isso que deve ser contido por uma imposição de regra monetária, na visão do autor.

Assim podemos retomar o texto de Lara Resende dentro do contexto dessa macroeconomia do Novo Consenso. O mérito do texto é limpar o terreno nas questões monetárias e fiscais. Obviamente isso já é um grande avanço em relação ao debate brasileiro sobre este tema. Mas Lara Resende não se desvencilha da base neoclássica do modelo do Novo Consenso e de suas implicações e como mostraremos na sub-seção seguinte, os avanços são acompanhados de retrocessos e inconsistências devido a elementos ecléticos que adiciona à sua análise.

2.2 As implicações de política de Lara Resende

Este avanço de Lara Resende em apresentar o modelo do Novo Consenso livre das usuais restrições 'sobrenaturais' de elementos fiscais e monetários que estão presentes no debate brasileiro infelizmente é seguido de um retrocesso quando este parte para propor e justificar sua regra de política econômica. A proposta de Lara Resende é a de que a taxa de juros real (r) deve ser menor que a de crescimento do produto (g) e o resultado primário deve ser equilibrado, o que levaria a uma queda na relação Dívida/PIB. Esta proposta de Lara Resende não deriva de nenhuma das conclusões do modelo do Novo Consenso nem da MMT. Aliás, um dos precursores da MMT, Lerner, que é citado por Lara Resende, tinha justamente a ideia de que as finanças deveriam ser **funcionais** para a obtenção do pleno emprego e que as variáveis de resultado, como tamanho da dívida ou estoque de moeda não deveriam ser levadas em consideração (em suas palavras, metas para estas variáveis seriam disfuncionais para a economia)³.

³ Haluska (2019).

A justificativa para a regra de Lara Resende depende de três elementos adicionais acrescentados com uma forte dose de ecletismo⁴:

- (1) Se $r > g$, eventualmente a economia passaria a operar segundo a visão da Teoria Fiscal do Nível de Preços, a curva de Phillips desapareceria, a inflação dependeria de variáveis fiscais e haveria custo fiscal do aumento da dívida;
- (2) Esse custo fiscal poderia ser ainda maior, pois poderia levar a aumentos endógenos do prêmio de risco por conta de argumentos do tipo dominância fiscal *a la Blanchard*;
- (3) Situações de $r > g$ seriam indesejáveis do ponto de vista do bem-estar intertemporal em um modelo de gerações sobrepostas *a la Samuelson* gerando ineficiência alocativa dinâmica para a sociedade.

O problema com o ponto (1) sobre uma suposta mudança para um regime onde valeria a curiosa Teoria Fiscal do Nível de Preços, é que ele contradiz a própria ideia de que o Banco Central controla a taxa de juros, pois parece supor que em algum momento o crescimento do tamanho da dívida interna força o governo a monetizá-la.

Já o ponto (2) sobre dominância fiscal também contradiz a ideia central de que o governo não quebra na própria moeda. Pois qual seria o motivo para que o aumento da dívida pública na moeda nacional levasse o mercado a cobrar um prêmio de risco crescente de *default* (que supostamente teria efeitos no *spread* soberano em moeda estrangeira tanto para o setor privado quanto para o público), se o governo não quebra na sua própria moeda, como supõe Lara Resende?⁵

Por último, o ponto 3 sobre ineficiência alocativa dinâmica diz respeito a uma sequência de equilíbrios de pleno emprego na qual a taxa de juros natural da economia estar maior que a taxa de crescimento é sinal de que a taxa de poupança de pleno emprego está acima da ótima, implicando em mais sacrifício do consumo presente em relação ao futuro do que o necessário. Assim a taxa de poupança a pleno emprego deveria ser reduzida para reduzir a taxa de juros real natural uma sequência intertemporal de consumo de pleno emprego

⁴ Vernengo (2019).

⁵ Para uma crítica a incoerência da noção de dominância fiscal aplicada ao caso brasileiro ver Serrano e Pimentel (2016).

Pareto superior, que maximizaria o consumo da sociedade através do tempo (ao seguir “a regra de ouro” de Phelps). Tal análise pressupõe que a taxa real de juros é determinada pela propensão a poupar e pela produtividade marginal do capital e evidentemente contradiz a ideia de que é o Banco Central que fixa a taxa real de juros, mesmo no longo prazo, como na MMT.

Porém, mesmo deixando de lado estas hipóteses adicionais ecléticas, ficando coerentemente dentro do contexto do modelo do Novo Consenso, para implementação da regra $g=r$ proposta por Lara Resende, também seria necessário diminuir a taxa natural de juros, e isto seria possível com a redução da relação entre consumo do governo e produto de pleno emprego, por exemplo⁶. Justamente por esse motivo que Lara Resende defende políticas fiscais restritivas (o oposto do que defende a MMT), para diminuir a taxa natural de juros e assim levar a economia a uma trajetória de redução da dívida pública.

Um último comentário, em entrevista posterior ao artigo, Lara Resende (2019c) justificou sua regra com a ideia de que taxas de juros menores levariam a maiores taxas de crescimento do produto, aparentemente se referindo ao produto de pleno emprego. Como um aumento deste último depende, dentro da visão neoclássica seguida por Lara Resende, do aumento da dotação e produtividade do trabalho e do aumento da poupança de pleno emprego, que aumentaria o investimento e o estoque de capital, não haveria nenhuma justificativa para algum aumento do nível do produto de pleno emprego a longo prazo. Dentro desse modelo, algum efeito de aumento do investimento e do produto efetivo de curto prazo ocorreria, supondo adicionalmente que a economia está abaixo do produto de pleno emprego e a taxa real de juros esteja acima da taxa natural, mas não sobre a trajetória de longo prazo do produto de pleno emprego.

A conclusão inevitável é que faz muito pouca diferença entender que a taxa de juros real é determinada no curto prazo pelo Banco Central e que o governo não tem restrições financeiras internas, se se supõe a existência de uma taxa natural de juros de pleno emprego e uma taxa natural de desemprego. No caso uma política de juros bem mais baixos necessariamente teria que ser

⁶ Esse ponto foi levantado por Pessoa (2019) ao criticar o artigo de Lara Resende como não trazendo nada de muito novo.

compensada por uma política fiscal bem mais contracionista, que garantisse a queda da taxa natural de juros. Se isso não ocorrer, mantida esta perspectiva teórica, haverá uma contínua aceleração da inflação sem ganhos permanentes no nível do produto.

O problema de Lara Resende é que mesmo adotando agora uma visão bem mais realista sobre taxa de juros e as condições de financiamento do governo, ele se mantém dentro do quadro conceitual do Novo Consenso (mesmo que ignoremos os ecléticos pontos 1 a 3 acima) no que diz respeito ao lado real da economia (ao contrário dos proponentes da MMT).

Mas a noção de uma taxa natural de juros depende de uma série de hipóteses altamente irrealistas. Em particular a noção de taxa natural de juros e do *trade-off* de longo prazo entre consumo e investimento e o associado *crowding-out* total do gasto público depende crucialmente da hipótese de alta elasticidade de juros do investimento que cria capacidade para as empresas. Esta hipótese nunca teve bons fundamentos empíricos nem nas economias centrais onde os juros caíram a níveis irrisórios na última década sem nenhuma reação significativa do investimento. E também não parece ter fundamento no caso da economia brasileira.⁷ A rigor isso não deveria surpreender pois a base teórica para uma relação inversa de longo prazo entre investimento e juros, baseada na noção de substituição entre capital e trabalho e o chamado aprofundamento do capital, já havia sido amplamente criticada por Garegnani (1978-9) e outros seguidores de Sraffa desde a década de sessenta do século passado, devido as dificuldades lógicas encontradas na tentativa de fundamentar tal conceito num mundo onde o capital é heterogêneo e os preços relativos mudam de forma complexa diante de mudanças de variáveis distributivas.

Mas se o investimento não é regularmente elástico em relação à taxa de juros real, não há porque existir uma taxa natural de juros (como autores como Lerner se davam conta). Além disso, numa economia onde o produto efetivo se afasta, mesmo que no curto prazo, do nível de pleno emprego, o investimento das empresas se tornam necessariamente induzido pois sua demanda por trabalho e capital dependem dos níveis de produto que de fato se espera vender. Isso conforme apontado recentemente por Petri (2015) significa que a

⁷ Braga (2020, forthcoming) e Dos Santos et al mostram que no Brasil o investimento é basicamente induzido pela demanda.

“posição” da função investimento neoclássica fica instável, tornando a suposta taxa natural de juros endógena. Assim, tanto a inclinação quanto a posição da função investimento neoclássica tem sérios problemas teóricos e conceituais, além de sua pouca aderência empírica.⁸

Além disso, como veremos a seguir a hipótese de uma taxa natural de desemprego depende também, não apenas do problemático conceito de substituição entre os fatores capital e trabalho, mas também da hipótese extrema de que a inflação esperada é sempre totalmente incorporada a inflação corrente, que também não é uma hipótese razoável nem a nível teórico nem empírico.

3. A MMT e a Macroeconomia da Demanda Efetiva

Iremos mostrar na seção 3 que é possível, entretanto, combinar essa visão das finanças funcionais/MMT com outro tipo de abordagem para a determinação do (crescimento do) produto de plena capacidade e da inflação.

3.1 A Macroeconomia da Demanda Efetiva

A Macroeconomia da Demanda Efetiva que iremos abordar depende de três pilares teóricos: e da abordagem da Taxa de juros exógena, a ideia da validade do princípio da demanda efetiva de longo prazo e da inflação de custo e do conflito distributivo;

As ideias que Lara Resende apresenta como os pilares da MMT elencados na introdução desse artigo constituem o que nós denominamos de “a abordagem da taxa de juros exógena” (Serrano e Summa (2013)). Esta abordagem parte do princípio que o governo não quebra em sua própria moeda, que o banco central como monopolista no mercado de reservas consegue fixar a taxa básica de juros, que a taxa de juros de longo prazo dos títulos públicos refletem primordialmente as expectativas sobre a trajetória da taxa de juros do Banco Central no futuro e de que os bancos privados não são obrigados a emprestar,

⁸ Para críticas teóricas mais detalhadas ao conceito de taxa natural de juros, ver Moreira & Serrano (2018c) e Serrano, Summa e Moreira (2019). Para a crítica das estimativas empíricas da taxa natural de juros, ver Levrero (2018).

e portanto, a moeda é endógena. Este princípio é válido inclusive em economias abertas⁹.

O segundo pilar teórico é a validade do princípio da Demanda efetiva a longo prazo, que dentro de nossa visão se baseia na abordagem clássica do excedente (Garegnani,2015[1962], Moreira & Serrano (2018a))no qual os fatores de produção são complementares e não substitutos e que a restrição de capacidade por conta do capital ocorre antes do trabalho (desemprego estrutural). Em uma economia monetária de produção, o total de gastos agregados medidos ao preço de produção (ou de oferta)¹⁰ – financiados por rendas contratuais derivadas da produção (o consumo induzido dos salários) e por criação autônoma de poder de compra monetário (os gastos autônomos) – irão determinar o nível de produto corrente da economia¹¹. Esse nível mais persistente de demanda efetiva agregada e produto, por sua vez, deve ser avaliado em relação a capacidade produtiva, medido pelo estoque de capital, no qual a busca de um grau normal de utilização de capacidade é imposta pela concorrência aos empresários, e portanto desvios mais persistentes do grau efetivo de utilização em relação ao grau normal ou planejado induzem a ajustes no tamanho do estoque de capital. O investimento das empresas privadas que cria capacidade – compra de máquinas e equipamentos e estruturas– é uma demanda derivada que só faz sentido quando é necessário adequar a capacidade produtiva ao nível (esperado) de demanda agregada e produto ao longo da vida útil do equipamento. Essa é a base para os modelos de crescimento liderado pela demanda no qual o crescimento dos gastos autônomos que não criam capacidade e mudanças na propensão marginal a consumir puxam o crescimento do produto e da capacidade produtiva no longo prazo, pela operação do mecanismo do acelerador (flexível) – o chamado

⁹ Ainda que nestes casos exista uma assimetria, pois a taxa internacional acrescida do spread soberano e das expectativas de variação cambial acaba sendo um piso para a taxa doméstica (Serrano e Summa (2015), Summa (2015)). Para uma aplicação para a Argentina no regime de Conversibilidade, ver De Lucchi (2013).

¹⁰ Aquele preço que induz a produção, cobrindo os custos e garantindo a taxa de lucro condizente com as condições de concorrência ao grau de utilização normal da capacidade.

¹¹ Desajustes de curtíssimo prazo entre demanda agregada e produto geram descompasso entre estoques efetivos e desejados, que pode em alguns casos levar a preços diferentes do normal para ajustes pontuais, mas que para ajustes mais permanentes levam a alteração na produção.

Supermultiplicador Sraffiano (Serrano 1995, Cesaratto, Stirati e Serrano, 2003, Freitas e Serrano 2015, Serrano e Freitas 2017)¹².

Note que, dentro desta perspectiva, se reconhece que gastos em consumo e em investimento residencial em geral tem sim alguma sensibilidade a taxa de juros. Mas esta sensibilidade é complexa e potencialmente instável pois é mediada por vários fatores institucionais e financeiros. De qualquer maneira uma sensibilidade destes gastos finais aos juros pode fazer com que o investimento das empresas acabe aumentando se a taxa real de juros for reduzida, mas isso ocorreria apenas porque o consumo ou o investimento residencial das famílias e, portanto, o mercado final se expandiu. Desta forma isso configura uma relação positiva e não inversa entre consumo e investimento, pois é a expansão do último que induz o aumento do investimento e da capacidade produtiva da economia, o oposto do que diz o Novo Consenso (Serrano; Summa e Moreira, 2019).

O terceiro pilar teórico é a abordagem da Inflação de custo e conflito distributivo. Esta visão está intimamente relacionada com a ideia de demanda efetiva de longo prazo e a existência de desemprego estrutural da abordagem clássica do excedente. Casos de inflação de demanda podem ocorrer se a produção está suficientemente acima da utilização normal capacidade produtiva. Porém, no caso de aumentos temporários de demanda, a própria inflação gerada é capaz de reduzir a demanda efetiva e corrigir esse excesso de demanda, não sendo usual este tipo de inflação permanentemente. Por outro lado se o aumento da demanda for persistente, dentro de amplos limites, o próprio investimento induzido tenderá a ampliar a capacidade para se ajustar a este nível maior de demanda (Aspromourgous (2007), Serrano (2019)). A inflação permanente ocorre devido aos aumentos dos custos de produção, e estes podem ocorrer num economia capitalista, onde o mercado de trabalho, na prática nunca realmente opera em pleno emprego. Em outras palavras, a inflação salarial pode ocorrer pela redução persistente (e não eliminação) do desemprego e subemprego, pois esta redução aumenta o poder de barganha dos trabalhadores, que depende também de outros fatores sociais, políticos e

¹² Cabe aqui notar que nos últimos anos esse modelo têm sido adotado por autores interessados em modelos de crescimento liderados pela demanda oriundos de diversas abordagens teóricas, por exemplo, os artigos de Lavoie (2016), Fazzari et alii (2019), Palley (2019), Dutt (2019), Deleidi & Mazzucato (2018).

institucionais. Outros fatores podem atuar para gerar pressões de custo e incompatibilidades distributivas como a taxa de câmbio, as commodities com preços internacionais, os preços monitorados pela Administração Pública e as variações na taxa de juros¹³, sendo que estes preços não são em princípio neutros nem para a inflação nem para a distribuição funcional da renda (Serrano (1986), Serrano (2010)). Além disso, como os salários negociados dependem do poder de barganha dos trabalhadores, numa economia onde a força de trabalho não é escassa, a inflação esperada raramente é completamente incorporada nestes, o que gera em geral uma curva de Phillips de longo prazo não-aceleracionista e mais próxima a curva original do próprio Phillips (Serrano (2010, 2019), Summa e Braga (2019), Stirati e Meloni (2018)).

3.2 Implicações e restrições ao crescimento na Macroeconomia da demanda efetiva

As implicações da utilização deste arcabouço para as políticas monetárias e fiscal são bem distintas. Primeiro, não existe uma única taxa “natural de juros” nesse modelo, uma vez que diferentes taxas de juros determinadas exogenamente pelo Banco Central levarão a diferentes níveis de produto, e endogenamente, respectiva capacidade produtiva. Também não há relação negativa entre consumo (das famílias e do governo) e investimento no longo prazo (Aspromourgos (2007), Serrano, Summa e Garrido (2019)).

Isso tem consequências também para a inflação, que não mais poderá ser resultado de excesso de demanda - uma vez que o hiato do produto tende a se fechar e não há escassez de trabalho - mas sim ‘excesso de demandas salariais dos trabalhadores’, no sentido que a inflação dependerá do poder de barganha dos trabalhadores e este estará relacionado com as condições no mercado de trabalho, produtividade e outros fatores políticos e institucionais (Serrano 2019, Braga e Summa (2019)). O nível da taxa de desemprego (e não seu desvio em relação a uma suposta taxa natural de desemprego) influencia a inflação, e esta primeira variável é relacionada a taxa de crescimento da

¹³ Ver os trabalhos de Braga (2006), Lara (2004,2008) e Haluska (2016).

economia¹⁴. Essa situação em que os salários nominais começavam a subir por conflito distributivo muito antes de haver escassez de era chamado por Lerner de uma situação de “baixo pleno emprego”.

Segundo, a Política fiscal tem também implicações bem distintas. Nesse arcabouço, uma política fiscal que aumente o crescimento dos gastos públicos poder levar paradoxalmente a uma diminuição da carga tributária que equilibra o orçamento, uma vez que o acelerador opere e aumente a taxa de investimento da economia (Serrano (2017), Pimentel (2018) Esse mesmo resultado se aplicaria ao consumo das famílias financiado por crédito (se este é o único gasto autônomo) e no caso geral, onde existem gastos autônomos públicos e privados, ajustes fiscais que diminuam a taxa de crescimento dos gastos do governo tem o efeito de aumentar o endividamento dos trabalhadores em relação a sua renda disponível (Pariboni (2016), Fagundes (2017)).

Terceiro, em modelos desse tipo, a própria discussão de sustentabilidade da dívida pública pode ser tornar mais complexa que a análise de Lara Resende uma vez que a taxa de juros (exógena e sem uma taxa natural de referência) e a política fiscal tem efeitos de longo prazo na própria taxa de crescimento do produto e da capacidade produtiva (Cavalcanti, 2017).. Por todos esses motivos que há muito tempo temos uma série de dúvidas sobre o ajuste fiscal (Serrano (2001)).

Obviamente, um regime de crescimento liderado pela demanda tem seus limites e restrições . Primeiro, a própria restrição da estabilidade do modelo de crescimento liderado pela demanda, no qual a soma entre a propensão a consumir e a propensão a investir, em equilíbrio, deve ser menor que 1. Como a tendência da taxa de investimento induzido é função da taxa de crescimento dos gastos autônomos e da economia, isso gera uma taxa máxima bem definida de crescimento liderado pela demanda compatível com uma dada distribuição de renda (Serrano, Freitas e Bhering 2018, Moreira e Serrano(2018b)). Segundo, a Restrição Externa, uma vez que o país não emite

¹⁴ A taxa de desemprego dependerá da taxa de desemprego inicial e da diferença entre o crescimento do emprego (que segue o crescimento do produto) e da força de trabalho e da produtividade, que respondem à taxa de crescimento do produto (Serrano, 2019).

moeda internacional e pode não ter financiamento em dólares suficientes para importar e rolar a dívida externa¹⁵. Terceiro, as situações de conflito distributivo que podem surgir de situações de baixo desemprego e crescimento dos salários reais com redistribuição de renda podem gerar respostas políticas e pressões para a mudança de orientação da política econômica para gerar desemprego suficiente para ‘disciplinar’ o mercado de trabalho (Kalecki, (1943), Garegnani et ali (2008). E por fim, o que muitas vezes está relacionado ao item anterior, regras de política econômica como metas de inflação e de superávit primário podem ter efeitos sobre a taxa de crescimento de longo prazo da economia ao limitar o quanto o governo pode permitir que cresça a demanda agregada ¹⁶.

E justamente pelo fato da primeira restrição em geral ser mais difícil de ser atingida e da segunda restrição na economia mundial nas duas últimas décadas ter sido demasiadamente relaxada para uma série de países da periferia , inclusive o Brasil (Medeiros, Serrano, Freitas (2014) que nossa pesquisa recente tem enfatizado o “crescimento liderado pela demanda restrito pela política econômica”, em referência às duas últimas restrições discutidas no parágrafo anterior.

Esse tipo de análise foi aplicado ao Brasil, no qual o relaxamento da restrição externa e a adoção de uma orientação de política econômica mais expansionista permitiu o crescimento do produto e aceleração do investimento (Serrano e Summa, 2011), mas o aparecimento do conflito distributivo e de uma inflação mais resistente (Summa e Serrano, 2018) levou primeiro a uma mudança de orientação de política econômica em 2011 que culminou na desaceleração do crescimento no período 2011-2014 (Serrano e Summa, 2015) e depois no abandono completo das políticas expansionistas e o fim da breve era de ouro da economia Brasileira a partir de 2015 (Serrano e Summa, 2018, Serrano e Melin, 2016).

4. Considerações finais

¹⁵ Medeiros e Serrano (2006) e Bhering (2013).

¹⁶ Para uma aplicação em um modelo de economia aberta desta ideia, ver Summa (2016).

A recente difusão no exterior e aqui no Brasil das ideias da MMT e das Finanças Funcionais deve ser comemorada. Afinal, limpar o terreno do debate permite avançar e comparar o que há de fato em disputa nas teorias. Esse artigo procurou mostrar, entretanto, que mesmo a utilização desses princípios teóricos pode levar a conclusões irrealistas em termos de política fiscal quando incorporados dentro do contexto do modelo do Novo Consenso. Aqui no Brasil, o texto de Lara Resende levou um ortodoxo como Samuel Pessoa a declarar que aceita que o governo não quebra na própria moeda, mas que deveria enfatizar mais a importância da taxa natural de juros, enquanto a resposta dos pós Keynesianos brasileiros foi mais no sentido de tentar apontar possíveis problemas na MMT e tentar negar que o Estado e o Banco Central tenham amplos graus de liberdade para operar, do que criticar a taxa natural de juros e o modelo do Novo Consenso subjacente a análise de Lara Resende (Belluzzo (2019), de Paula (2019) e Terra(2019)).

Nossa contribuição a esse debate é dupla. De um lado deixar claro que apesar da referência as ideias da MMT, a não ruptura com a visão ortodoxa do Novo Consenso é que explica as propostas de política econômica de Lara Resende, que são opostas ao que é defendido pelos seguidores da MMT. E adicionalmente mostrar que existe uma alternativa que combina os ensinamentos das Finanças Funcionais e de parte da MMT com uma visão de que o crescimento é liderado pela demanda e a inflação é determinada pelo conflito distributivo e chamar a atenção de que já existe todo um programa de pesquisa do Grupo de Pesquisa em Economia Política da UFRJ nesse sentido, baseado na abordagem do clássico do excedente na forma em que foi retomada por Sraffa e Garegnani. Esta visão tem uma base didática no curso optativo de Macroeconomia da Demanda Efetiva do Programa de Pós em Economia da UFRJ e que seus resultados teóricos e aplicados podem ser acessados nos artigos, dissertações e teses produzidos dentro dessa abordagem.

Bibliografia

ASPROMOURGOS, T. Interest as an artefact of self-validating central bank beliefs. *Metroeconomica*, v. 58, n. 4, p. 514-535, 2007.

BELLUZZO, L.G. Meditações keynesianas Carta Capital, Março de 2019

BLANCHARD, O. How to Teach Intermediate Macroeconomics after the Crisis. Peterson Institute for International Economics Blog June 2nd, 2016.

BEHRING, G. Análise crítica dos modelos de restrição externa na abordagem Kaldor-Thirlwall. 2013. Tese de Doutorado. Dissertação de Mestrado: IE/UFRJ.

BRAGA, J. Raiz unitária, histerese e inércia: A controvérsia sobre a NAIRU na economia norte-americana nos anos 1990. Tese de Doutorado IE-UFRJ. 2006.

BRAGA, J. Investment Rate, Growth and Accelerator Effect in the Supermultiplier Model: The Case of Brazil *Review of Keynesian Economics*, Forthcoming, 2020.

CAVALCANTI, R. Dívida pública e crescimento liderado pela demanda na perspectiva do modelo do Supermultiplicador Sraffiano. Dissertação de mestrado. IE-UFRJ, 2016

CESARATTO, S.; SERRANO, F.; STIRATI, A. Technical change, effective demand and employment. *Review of political economy*, v. 15, n. 1, p. 33-52, 2003.

DELEIDI, M.; MAZZUCATO, M. Putting Austerity to Bed: Technical progress, aggregate demand and the supermultiplier, Working Paper IIPP WP 2018-01, UCL, London, 2018

DE LUCCHI, J. M. Endogenous money and public foreign debt during the Argentinean Convertibility. *Review of Keynesian Economics*, v. 1, n. 3, p. 322-346, 2013.

DOS SANTOS, C. MODENESI, A. D. M., SQUEFF, G., VASCONCELOS, L., MORA, M., FERNANDES, T., BRAGA, J., SUMMA, R. Revisitando a dinâmica trimestral do investimento no Brasil: 1996-2012. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 36, n. 1, 2016.

DUTT, A. Some observations on models of growth and distribution with autonomous demand growth. *Metroeconomica*, 2018.

FAGUNDES, L. Dinâmica do consumo, do investimento e o supermultiplicador: uma contribuição à teoria do crescimento liderado pela demanda. Tese de Doutorado, IE-UFRJ, 2017.

FAZZARI, S.; FERRI, P.; VARIATO, A. Demand-led growth and accommodating supply. Available at SSRN 3108711, 2018.

FREITAS, F.; SERRANO, F.. Growth rate and level effects, the stability of the adjustment of capacity to demand and the Sraffian supermultiplier. *Review of Political Economy*, v. 27, n. 3, p. 258-281, 2015.

FREITAS, F.; MEDEIROS, C.; SERRANO, F. Regimes de política econômica e o descolamento da tendência de crescimento dos países em desenvolvimento nos anos 2000. *Dimensões estratégicas do desenvolvimento brasileiro. Continuidade e mudança no cenário global: desafios à inserção do Brasil*, p. 17-46, 2016.

- GAREGNANI, P. "Note on Consumption Investment and Effective Demand", Cambridge Journal of Economics, 1978-9
- GAREGNANI, P.; CAVALIERI, T.; LUCII, M. Full employment and the left. In: Theory and practice of economic policy. Tradition and change. Selected Papers from the 9th Aispe Conference. Milão: Franco Angeli Edizioni. 2008.
- GAREGNANI, P. The Problem of Effective Demand in Italian Economic Development: On the Factors that Determine the Volume of Investment, Review of Political Economy, 27 (2), pp. 111-33, 2015[1962]
- HALUSKA, G. Inércia, conflito e distribuição funcional da renda: um modelo analítico. Dissertação de mestrado. IE-UFRJ, 2016
- HALUSKA, G. Teoria Heterodoxa Para Justificar Políticas Neoliberais ? Blog do Excedente, 2019
- KALECKI, M. POLITICAL ASPECTS OF FULL EMPLOYMENT 1. The political quarterly, v. 14, n. 4, p. 322-330, 1943.
- LARA, F. Fatores monetários e distribuição na abordagem clássica do excedente. 2004. Tese de Doutorado. Dissertação de mestrado. IE-UFRJ.
- LARA, F. Um estudo sobre moeda, juros e distribuição, Tese de Doutorado, IE-UFRJ, 2008
- LARA RESENDE, A. Consenso e Contrassenso: déficit, dívida e previdência. TD IEPE/CdG nº 47, fev 2019a
- LARA RESENDE, A. A crise da macroeconomia, Valor Economico, março de 2019b
- LARA RESENDE, A. Entrevista, Estado de Sçao Paulo, 31 de março, 2019c
- LAVOIE, M. Convergence Towards the Normal Rate of Capacity Utilization in Neo-Kaleckian Models: The Role of Non-Capacity Creating Autonomous Expenditures. Metroeconomica, v. 67, n. 1, p. 172-201, 2016.
- LERNER, A. Economics of employment. 1951.
- LEVRERO, E. S. Estimates of the Natural Rate of Interest and the Stance of Monetary Policies: A Critical Assessment. INET, 2019.
- MEDEIROS, C.; SERRANO, F. Capital flows to emerging markets under the flexible dollar standard: a critical view based on the Brazilian experience. Monetary Integration and Dollarization, p. 218-42, 2006.
- MOREIRA, V.; SERRANO, F. Demanda efetiva no longo prazo e no processo de acumulação: o debate sraffiano a partir do projeto de Garegnani (1962). Economia e Sociedade, v. 27, n. 2, 2018a.
- MOREIRA, V.; SERRANO, F. O debate envolvendo o efeito acelerador na controvérsia sobre o modelo do supermultiplicador sraffiano, Anais do XXIII Encontro Nacional de Economia Política 2018b
- MOREIRA, V.; SERRANO, F. Hipótese de Estagnação Secular nas teorias do crescimento econômico: um labirinto de inconsistências teóricas Texto para Discussão IE-UFRJ n.15/2018. 2018c

- MCLEAY, M.; RADIA, A. THOMAS, R. Money creation in the modern economy. Bank of England Quarterly Bulletin, p. Q1, 2014.
- PALLEY, T. The economics of the super-multiplier: A comprehensive treatment with labor markets, *Metroeconomica*, 2018
- PARIBONI, R. Household consumer debt, endogenous money and growth: A supermultiplier-based analysis. *PSL Quarterly Review*, v. 69, n. 278, 2016.
- DE PAULA, L.F. Admirável Mundo Novo, *Valor Econômico*, Abril, 2019
- PESSOA, S. A ambiguidade de André Lara Resende. Folha de São Paulo, Março, 2019.
- PETRI, F. Neglected Implications of Neoclassical Capital-Labour Substitution for Investment Theory: Another Criticism of Say's Law *Review of Political Economy* Volume 27, 2015 - Issue 3, 2015
- PIMENTEL, K. Ensaio sobre política fiscal, demanda efetiva e finanças funcionais. Tese de Doutorado, IE-UFRJ, 2018
- ROMER, D. Keynesian macroeconomics without the LM curve. *Journal of economic perspectives*, v. 14, n. 2, p. 149-169, 2000.
- SERRANO, F. Inflação inercial e desindexação neutra. *Anais da ANPEC*, 1986.
- SERRANO, F. Long period effective demand and the Sraffian supermultiplier. *Contributions to Political Economy*, v. 14, n. 1, p. 67-90, 1995.
- SERRANO, F. Cinco dúvidas sobre o ajuste fiscal. *Indicadores Econômicos FEE*, v. 28, n. 4, p. 153-160, 2001.
- SERRANO, F. O conflito distributivo e a teoria da inflação inercial. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 14, n. 2, p. 395-421, 2010.
- SERRANO, F. Garegnani's svimez report, development economics and the role of government spending in long run growth. Mimeo UFRJ. Disponível em: <https://franklinserrano.files.wordpress.com/2017/03/serrano-on-garegnani-1962-andfiscal-policy-english-march-2017.pdf>, 2017
- SERRANO, F., Mind the gaps: the conflict augmented phillips curve and the sraffian supermultiplier, TD IE-UFRJ, forthcoming, 2019.
- SERRANO, F.; FREITAS, F. The Sraffian supermultiplier as an alternative closure for heterodox growth theory. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, v. 14, n. 1, p. 70-91, 2017.
- SERRANO, F.; FREITAS, F.; BHERING, G. The Trouble with Harrod: the fundamental instability of the warranted rate in the light of the Sraffian Supermultiplier. *Metroeconomica*, 2018.
- SERRANO, F.; MELIN, L. E. Political aspects of unemployment: Brazil's neoliberal u-turn. *Crítica Marxista*. Gennaio/Frebbro, 2016.
- SERRANO, F.; PIMENTEL, K. Será que "Acabou o Dinheiro"? Financiamento do gasto público e taxas de juros num país de moeda soberana. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 21, n. 2, 2016.

SERRANO, F; SUMMA, R. Macroeconomic policy, growth and income distribution in the Brazilian economy in the 2000s. *Investigación económica*, p. 55-92, 2012.

SERRANO, F ; SUMMA, R. Uma sugestão para simplificar a teoria da taxa de juros exógena. *Ensaio FEE*, v. 34, n. 2, 2013.

SERRANO, F; SUMMA, R. Aggregate demand and the slowdown of Brazilian economic growth in 2011-2014. *Nova Economia*, v. 25, n. spe, p. 803-833, 2015.

SERRANO, F.; SUMMA, R. Mundell–Fleming without the LM curve: the exogenous interest rate in an open economy. *Review of Keynesian Economics*, v. 3, n. 2, p. 248-268, 2015.

SERRANO, F.; SUMMA, R. Conflito Distributivo e o Fim da “Breve Era de Ouro” da Economia Brasileira. *Novos Estudos*, n. 111, p. 174-189, 2018.

SERRANO, F.; SUMMA, R. MOREIRA, V.; Stagnation and unnaturally low interest rates: a simple critique of the amended New Consensus and the Sraffian supermultiplier alternative TD IE-UFRJ, n.5,2019.

SHEARD, P. Repeat after me: Banks do not and cannot lend out reserves. *Research Note, Standard and Poor’s Rating Services*, v. 13, 2013.

STIRATI, A. MELONI. W.. ‘A short story of the Phillips curve: from Phillips to Friedman... and back?’ *Review of Keynesian Economics* 6 (4): 493-516, 2018

SUMMA, R. Impossible Trinity In: ROCHON,L.P. ; ROSSI, S. *The Encyclopedia of Central Banking*, Edward Elgar, 2015.

SUMMA, R. An alternative model to the open-economy “new consensus” for the analysis of inflation targeting. *Economía*, 2016

SUMMA, R; SERRANO, F. Distribution and Conflict Inflation in Brazil under Inflation Targeting, 1999–2014. *Review of Radical Political Economics*, v. 50, n. 2, p. 349-369, 2018.

SUMMA, R.; BRAGA, J. The (conflict augmented) Phillips curve is ‘alive and well’. TD IE-UFRJ, n.3,2019.

TAYLOR, J. Discretion versus policy rules in practice. In: *Carnegie-Rochester conference series on public policy*. North-Holland, 1993. p. 195-214.

TAYLOR, J. Teaching modern macroeconomics at the principles level. *American Economic Review*, v. 90, n. 2, p. 90-94, 2000.

TERRA, F. Uma crítica pós-keynesiana ao MMT: a negligência do papel da confiança. *Valor Econômico*, abril 2019.

VERNENGO, M. Lara-Resende and MMT in the Tropics. *Naked Keynesianism*, march, 2019

WOODFORD, M., ‘Fiscal requirements for price stability.’ *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No w8072. (2001

WRAY, L. *Functional Finance: A Comparison of the Evolution of the Positions of Hyman Minsky and Abba Lerner Working Paper No. 900* Levy Economics Institute and Bard College January 2018