

Revisão do Novo Consenso Macroeconômico: críticas e a alternativa da “Modern Monetary Theory”

ÁREA 6 - ECONOMIA MONETÁRIA E FINANCEIRA

Ícaro Zancheta
Elton Eustáquio Casagrande

1. INTRODUÇÃO

A hiperinflação brasileira da década de 1980 foi superada graças ao Plano Real. A solução passou por uma abertura econômica profunda, somada à adoção do câmbio como âncora nominal, uma combinação juros-câmbio que estabilizou o nível de preços e maior preocupação com o ajuste fiscal. O sucesso do Plano Real em resolver a inflação nacional é indiscutível, e se deu através de uma combinação da análise histórica de hiperinflações passadas e adesão parcial a algumas ideias promovidas pelo Consenso de Washington - o qual estabeleceu, no final da década de 1990, um receituário econômico ortodoxo com o objetivo de influenciar a resolução de problemas dos países em desenvolvimento.

Posteriormente, no final da década de 1990, a conquista da estabilidade macroeconômica foi colocada em xeque em virtude das sucessivas crises externas de economias emergentes, as quais inviabilizaram o prosseguimento do modelo de sucesso do Plano Real, notadamente a adoção da âncora cambial. No lugar do arranjo macroeconômico anterior, foi adotado, em 1999, o Tripé Macroeconômico, cujo objetivo era assegurar a estabilidade, alinhado ao Novo Consenso Macroeconômico - perspectiva teórica ortodoxa, como o próprio nome sugere.

Ao mesmo tempo, do ponto de vista global, entre 1980 e 2007 a economia americana e diversos outros países, principalmente as nações centrais, apresentaram menor volatilidade das variáveis macroeconômicas em relação a variação histórica - episódio chamado de “grande moderação”. Para muitos autores, esse fenômeno de baixa oscilação das taxas de emprego e inflação está atrelado ao sucesso da política monetária implementada com base na Nova Síntese Neoclássica - também de viés ortodoxo.

Nos dois casos, tendo em vista o debate macroeconômico, o resultado foi o mesmo: uma “camisa de força ideológica” - aproveitando a expressão usada por André Lara Resende para nomear seu livro mais recente publicado em 2022. Especialmente no meio político e midiático, formou-se um consenso em que a abordagem convencional, ou neoclássica, se impõe como correta, em detrimento ao absoluto ostracismo relegado a qualquer alternativa que questione os pressupostos (ou resultado empírico) das suas políticas usuais.

A partir da crise financeira global de 2007-08, no entanto, dado desemprego em massa, retração financeira internacional, elevação da dívida pública, entre outros fatores, houve uma reversão parcial deste contexto, e as críticas ao Novo Consenso Macroeconômico passaram a ganhar cada vez mais holofotes. O foco das críticas em relação a abordagem ortodoxa consolidada corresponde primordialmente: à ênfase excessiva na estabilidade de

preços em detrimento de outros objetivos econômicos desejáveis - como o crescimento e desenvolvimento econômico, a redução das desigualdades de renda, um menor nível de desemprego, entre outros - e o papel muito pouco relevante o qual a política fiscal fora relegada.

Nesse sentido, o presente trabalho trata do debate acerca da macroeconomia e se justifica, uma vez que, por intermédio da revisão de publicações selecionadas, visa contribuir para o enriquecimento das discussões quanto à estruturação, os limites e as alternativas mais proeminentes da teoria mainstream, com ênfase nas perspectivas heterodoxas - mantidas por várias décadas à margem das discussões macroeconômicas. A opção a ser apresentada, é da Modern Monetary Theory, que corresponde a uma das mais proeminentes, ao menos na mídia e entre os formuladores de política, alternativa pós-keynesiana.

A partir deste trabalho monográfico, deve ser possível compreender, os pressupostos fundamentais que servem de alicerce ao Novo Consenso Macroeconômico e sua principal recomendação de política econômica, o Regime de Metas Inflacionárias (RMI) - no âmbito monetário. O mesmo deve ocorrer em relação a MMT, de forma que seja possível compreender as diferenças mais notórias entre os objetivos desejados com cada uma dessas abordagens e suas possíveis implicações para a economia real.

Munidos desses conhecimentos e incorporados na discussão das possibilidades da política econômica, as empresas produtivas nos diferentes setores da economia poderiam se posicionar em situação de maior previsibilidade, reduzindo riscos de perda e estabelecendo cenários futuros mais assertivos. Uma vez que, o controle da inflação fosse, possivelmente, feito de outra forma, a decisão empresarial teria um contexto melhor.

2. REVISÃO TEÓRICA

2.1 SOBRE NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO (NCM)

De início, é necessário compreender o que se entende por teoria convencional. O Novo Consenso Macroeconômico (NCM) é uma abordagem teórica que busca fornecer diretrizes para a política econômica e garantir uma trajetória de equilíbrio macroeconômico no longo prazo. Sua fundamentação teórica une elementos teóricos, empíricos e metodológicos de diferentes escolas neoclássicas de pensamento econômico. Os seus alicerces mais significativos são: a neutralidade da moeda no longo prazo, a “coincidência divina” – denominação que advém dos críticos do NCM – e as hipóteses da equivalência

ricardiana e dos mercados eficientes. Seus resultados mais proeminentes incluem as três equações para o bom funcionamento da organização macroeconômica e a recomendação da adoção do Regime de Metas Inflacionárias no âmbito da política monetária – vigente nas últimas três décadas.

Para entender mais sobre essa abordagem, dominante em relação aos arranjos macroeconômicos das últimas décadas, recomenda-se os seguintes autores: Araújo e Arestis (2019); Arestis (2009); Arestis e Sawyer (2008); Modenesi, Paula e Saraiva (2019); Paula e Saraiva (2015); Saraiva (2022); Teixeira e Missio (2011); Fontana (2009); Fontana e Vera (2006); Fontana, Realfonzo e Passarela (2019); Paiva e Paiva (2012).

2.2. VISÃO GERAL SOBRE MODERN MONETARY THEORY

No contexto de revisão da Nova Síntese Neoclássica, questões teóricas que sempre foram cruciais do ponto de vista keynesiano-minskyano, e eram negligenciados pelo mainstream da macroeconomia até aquele momento, foram trazidos ao centro do debate econômico. A difusão das ideias do MMT tem como grande contribuição romper o cerco do neoliberalismo sobre os países ocidentais, o qual, até então, limitava a discussão macroeconômica no sentido de estabelecer a agenda neoliberal como o único receituário possível e correto. O termo “moeda moderna” – ironicamente empregado pelos autores em referência a Keynes – estava relacionado ao funcionamento dos sistemas monetários nos últimos 4.000 anos, marcados pela presença do dinheiro do Estado, um ponto central de defesa da MMT. (WRAY, 2012 apud DEOS et al., 2021).

As simplificações realizadas na estratégia de propagação MMTista fez com que essa abordagem teórica fosse alvo de muitas críticas, em geral atreladas ao desconhecimento de seus pressupostos. Um exemplo disso é a errônea redução dessa abordagem a uma teoria que defende a “dívida estatal ilimitada”. Isto não é verdade. O que os defensores da MMT argumentam é que a inflação é o principal limite para os gastos do governo, e não a falta de recursos. O MMT faz então uma clara diferença entre restrições reais e financeiras. No pleno emprego, aumentar os gastos do governo será inflacionário, antes desse patamar, no entanto, o desemprego pode causar gargalos e inflação dos preços dos principais insumos. A inflação é uma restrição real, não uma restrição financeira.

A abordagem da Modern Monetary Theory oferece uma análise da política fiscal e monetária aplicável exclusivamente aos governos nacionais com moedas soberanas. Pode ser

considerada assim uma proposta de política e não uma descrição. Segundo Wray (2020) há cinco requisitos essenciais que qualificam uma moeda nacional como soberana, são eles: 1. O governo nacional escolhe uma conta-moeda na qual denominar a moeda, ou em outros termos, o governo tem o monopólio da emissão de dinheiro; 2) O governo nacional impõe obrigações (impostos, taxas, multas, tributos, díizimos) denominadas no dinheiro da conta escolhida; 3) O governo nacional emite uma moeda denominada na conta dinheiro, e aceita essa moeda em pagamento das obrigações impostas; 4) Se o governo nacional emitir outras obrigações contra si mesmo, estas também são denominadas na conta escolhida e pagas na moeda do governo nacional. Ou seja, a dívida pública deve ser emitida em moeda nacional; 5) O país deve possuir moeda fiduciária - que não tem nada que a apoie, como metal ou mesmo moeda estrangeira.

Atendendo a todas as condições acima mencionadas, o emissor de moeda soberana, no caso o governo, possui algumas características, como: não apresenta "restrição orçamentária"; é incapaz de “ficar sem dinheiro”; sempre possui capacidade de fazer todos os pagamentos, pagando com própria moeda, no vencimento; e por fim, pode fixar a taxa de juros de qualquer título que emita. (DEOS et al., 2021; WRAY, 1997; WRAY, 2013; WRAY, 2020)

Para os MMTistas os emissores de moeda soberana podem fazer melhor uso de seu espaço de política doméstica. Essa abordagem tem como fundamentação teórica outras linhas teóricas dentro do campo heterodoxo, como os cartalistas (Knapp e Innes), as finanças funcionais (Abba Lerner), os balanços setoriais (Wynne Godley), a endogeneidade da moeda, a fragilidade financeira (Hyman Minsky) e a proposta do empregador de último recurso. (DEOS et al., 2021)

2.2.1 Moeda Cartalista

De acordo com a teoria monetarista, o dinheiro foi inventado para facilitar a troca, começando com escambo, e isso continua, desde Adam Smith, sendo a coisa mais importante sobre o dinheiro. Os adeptos da Modern Monetary Theory criticam essa perspectiva convencional por dois fatores: primeiro, o dinheiro não “nasceu” do escambo; segundo, essa abordagem não trata da gênese da moeda. A teoria cartalista, que serve de pilar para a MMT, busca solucionar - trazendo uma abordagem diferente – em relação a esses pontos. Essa abordagem é baseada no trabalho de Georg Knapp e enfatiza o papel central do Estado na criação e controle da moeda, o qual desempenha um papel fundamental na economia.

Em relação à fonte criadora da moeda, os cartalistas buscam oferecer uma resposta

para o questionamento: “De onde vem o dinheiro?”. Por essa teoria, a moeda é uma instituição criada e controlada pelo Estado, sendo considerada uma “criatura estatal”. Nesse sentido, cabe ao governo o poder de emitir moeda, criar demanda para ela e utilizar políticas econômicas para regular a atividade econômica e promover o bem-estar social. (FONTANA, REALFONZO e PASSARELA, 2019; WRAY, 1997; WRAY, 1998; WRAY, 2000)

Para sintetizar a lógica da moeda soberana e da moeda cartalista: o governo soberano escolhe uma conta monetária, coloca um imposto (ou outra obrigação) sobre essa unidade, emite uma moeda (denominada nessa unidade) em pagamento pelos bens e serviços que deseja e arrecada moeda como pagamento de impostos. Com o advento dos bancos centrais, a lógica ainda se mantém, apesar dos procedimentos modernos. Os impostos movimentam o dinheiro, e o dinheiro mobiliza recursos. (WRAY, 2020)

2.2.2 Finanças Funcionais de Lerner

A abordagem de Finanças Funcionais (TFF) é outro pilar do MMT. A base da Teoria das Finanças Funcionais foi desenvolvida pelo economista americano Abba Lerner como uma alternativa à visão convencional das finanças públicas. A Teoria das Finanças Funcionais parte do pressuposto de que a economia não está em pleno emprego. Dessa forma, propõe que o objetivo da política econômica, e mais precisamente da política fiscal, deve ser o de manter a economia o mais próximo possível do seu nível potencial, de modo a evitar desemprego involuntário e a inflação. O papel da política fiscal é, assim, o de ajustar as decisões de gastos dos agentes privados no sentido de gerar a plena utilização dos recursos produtivos. (MONTES e ALVES, 2012)

Em relação a MMT, seu arcabouço teórico não diz que no pleno emprego a posição fiscal do governo não pode ser equilibrada, argumenta apenas que isso não cabe ao setor governamental decidir. A MMT é agnóstica em relação à posição fiscal de um governo monetariamente soberano. Como a abordagem de “finanças funcionais” de Abba Lerner insiste, a posição fiscal do governo não é um objetivo de política relevante. Preços e estabilidade financeira, crescimento moderado dos padrões de vida e pleno emprego são os objetivos macroeconômicos relevantes, e a posição fiscal do governo tem de ser julgada em relação a esses objetivos. (WRAY, 2013)

2.2.3. Abordagem dos Saldos Setoriais de Godley

Desenvolvida por Wynne Godley, e posteriormente incorporada ao arcabouço da MMT, a abordagem dos saldos setoriais organiza a economia em três grandes setores:

governo doméstico, setor privado doméstico (famílias e empresas) e setor externo, que compõem juntos a renda nacional, e estabelece uma “regra” para a análise de estoques e fluxos entre os balanços dos setores econômicos. Segundo essa proposição, no caso de uma economia aberta, a soma dos saldos dos setores público, privado e externo é igual a zero ($\text{Saldo do Setor Privado} + \text{Saldo do Governo} + \text{Saldo do Setor Externo} = 0$). (DEOS et al., 2021)

2.2.4 Moeda Endógena e Taxa de Juros Exógena

A MMT defende uma perspectiva completamente oposta a crença ortodoxa de que o governo controla a oferta monetária por meio do controle das reservas bancárias. Os pós-keynesianos argumentam que os bancos expandem a oferta monetária endogenamente. A abordagem da taxa de juros exógena compreende a ideia de que a taxa básica de juros de curto prazo da economia é uma decisão política. Portanto, ela é definida institucional e exogenamente pela autoridade monetária. A moeda é endógena nessa visão, na medida em que o banco central controla a taxa de juros e não o estoque de moeda na economia. Ou seja, a autoridade monetária atua de forma passiva, ofertando uma quantidade de moeda compatível com a demanda por moeda para dada taxa de juros.

2.2.5 Fragilidade Financeira Minskyana

Por essa perspectiva, uma crise começa quando as condições de financiamento mudam e os agentes econômicos endividados enfrentam dificuldades para honrar os compromissos financeiros assumidos no passado ou, mais frequentemente, dificuldades para financiá-los. Assim, a economia entra em processo de “deflação da dívida” e somente o Grande Banco – como prestador de última instância – e o Grande Governo – conduzindo uma política fiscal anticíclica – conseguiram frear a espiral deflacionária dos preços dos ativos. Como conclusão, pode-se dizer que depender de investimentos e financiamentos privados para liderar o crescimento econômico pode ser um grande erro, pois o resultado tende a ser um sistema muito instável. A MMT vê um papel central do Banco Central em termos de promoção da estabilidade financeira. (DEOS et al., 2021; WRAY, 2013).

2.2.6 Empregador em Última Instância (ELR)

Partindo da percepção de que a economia não tende sozinha ao pleno emprego e à estabilidade, e seguindo novamente as concepções de Minsky, a MMT propõe uma política de gastos públicos para a busca do pleno emprego. Essa prescrição é a chamada “Empregador de Última Instância” (ELR) com base no argumento de que o governo deve agir de forma

semelhante ao 'Credor de Última Instância', proposta por Minsky. Para o autor, assim como para os proponentes da MMT, isso teria objetivos muito claros e específicos: estabilizar a economia e garantir o pleno emprego. (MINSKY, 1986, 2013; WRAY, 1998, 2015 apud DEOS et al., 2021)

O programa de empregador de último recurso é projetado para melhorar a estrutura do mercado de trabalho, desenvolvendo uma reserva de mão-de-obra empregável e, ao mesmo tempo, assegurando emprego contínuo daqueles prontos e dispostos a trabalhar. Wray (1997) defende a política do Empregador de Último Recurso (ELR), a qual, segundo ele, faria com que preços estáveis e pleno emprego fosse de fato possível. Essa política, por uma questão de lógica, eliminará todo o desemprego. Isso implica um estado de pleno emprego ou desemprego zero. Dois componentes principais da proposta: o governo a) agiria como empregador de último recurso e b) estabeleceria exogenamente o preço "marginal" da mão-de-obra.

Para Wray (1998), Burgess e Mitchell (1998) apud Deos et al. (2021), o governo, agindo para eliminar o desemprego involuntário e fixando, exogenamente, o preço "marginal" do trabalho (enquanto a quantidade "flutua", o preço é fixo) não eliminará o ciclo econômico, mas ele se dará em menor amplitude. Para Wray (2013), o programa ELR faria com que o orçamento do governo atuasse com mais força de modo anticíclico. Isso porque os gastos do governo aumentam na crise quando os trabalhadores se mudam de emprego mais bem pago para o emprego básico do governo, e o processo é revertido em uma expansão robusta. O salário do governo é estável e estabelece um preço de referência para a mão de obra. O salário básico do setor público servirá de "âncora" para os salários de mercado. O pool de ELR funcionará como um "estoque regulador". Deste modo, o "estoque regulador" de mão-de-obra do governo ajudará a estabilizar o preço da mão-de-obra não ligada ao programa na medida em que os trabalhadores no pool ELR são substitutos para os postos de trabalho que estão fora.

É necessário admitir que a proposta de política empregatícia defendida pela MMT pode levar a um aumento dos gastos do governo. Entretanto, essa iniciativa parte da posição de que não há nada inerentemente errado com grandes déficits, estes não necessariamente causam "crowding out" ou a "ruína financeira" do governo - alinhado com a perspectiva cartalista e das finanças funcionais citadas anteriormente.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Em relação à metodologia, o método empregado na elaboração deste trabalho é de abordagem qualitativa e natureza de pesquisa básica. Quanto aos objetivos, a metodologia tem finalidade descritiva e de análise comparativa, por meio de procedimentos no âmbito de uma pesquisa bibliográfica. Assim, este trabalho monográfico examina diferentes abordagens macroeconômicas, o NCM e a MMT, por meio da análise organizada de obras selecionadas.

Em relação aos procedimentos metodológicos adotados, o presente artigo foi dividido em duas etapas: a primeira, de construção do referencial teórico; e a segunda, de avaliação esquemática do método utilizado por meio da plataforma Vosviewer. Na primeira etapa, inicialmente foram definidos os eixos temáticos do trabalho. Definiu-se o Novo Consenso Macroeconômico (NCM) e a Modern Monetary Theory (MMT) como eixos temáticos da monografia. Na sequência, foram delimitados os autores principais a serem utilizados de alicerce para a discussão dos eixos temáticos. O critério utilizado foi a avaliação dos autores com maior número de publicações na plataforma Scopus para cada um dos eixos temáticos – com base nas estatísticas oferecidas pelo próprio banco de dados da Scopus.

Os autores utilizados na elaboração desse projeto são referências nacionais e internacionais acerca dos temas abordados, o que foi mensurado com a utilização de estatísticas bibliométricas fornecidas pelas plataformas Scopus, Periódicos CAPES e Google Acadêmico, as quais serviram de base de coleta de publicações. Para os eixos temáticos desta publicação foram utilizados os três autores com maior volume de citações e publicações de acordo com os dados disponibilizados pela Scopus.

Ainda na primeira etapa, o terceiro passo foi, entre os autores principais de cada eixo temático, qualificar, observando relevância e os resumos das obras, as publicações que melhor se enquadravam aos objetivos pretendidos por esse trabalho. Por fim, foi realizada a inclusão demais bibliografias. Nesse ponto, o objetivo era encontrar outros autores e publicações relevantes que pudessem corroborar para caracterizar os objetos avaliados e atingir o objetivo secundário de enquadrar o debate macroeconômico que permeia todo essa monografia ao contexto nacional.

Após a seleção das obras que são a base para a revisão bibliográfica realizada neste trabalho monográfico, a fim de verificar se a concepção de utilizar os autores mais relevantes para a caracterização dos eixos temáticos e os autores nacionais como complementares para alcançar os objetivos geral e secundário ocorreu de forma satisfatória, foi utilizada a plataforma Vosviewer para elaboração de uma “nuvem de palavras”.

Por fim, de forma suplementar, utilizando também o Vosviewer, foi elaborada uma “nuvem de palavras” com o fito de verificar se as obras selecionadas trabalham de fato com os eixos temáticos desejados. Ou seja, em outras palavras, se os objetos de análise desta monografia correspondem de fato ao escopo dos artigos e publicações selecionados. Esse processo se deu pelo mesmo procedimento realizado para avaliar as conexões entre os autores. A diferença foi que, ao invés de utilizar os nomes dos autores, foram avaliadas as palavras-chave das obras integradas ao referencial bibliográfico e baixadas no aplicativo do Vosviewer em formato RIS.

4. APRESENTAÇÃO RESULTADOS E DISCUSSÕES

4.1. O RMI NO BRASIL, A CRISE FINANCEIRA E AS CRÍTICAS AO NCM

Alvo de profundas críticas desde sua implementação em virtude da sua fundamentação teórica, o arranjo macroeconômico vêm sendo objeto de discussões recentes, notadamente a partir da crise financeira global de 2007-2008 e seus desdobramentos. Em um cenário macroeconômico de aumento do endividamento público, alto desemprego e/ou empregos de baixa qualidade, baixos salários e aumento do balanço patrimonial dos bancos centrais, a teoria dominante não prescrevia políticas fiscais expansionistas para estimular a economia. (DEOS, et al., 2021)

Os defensores do NCM defendem que as estruturas teóricas fundamentais não foram abaladas pelos eventos recentes, estes economistas vêm elaborando respostas para as limitações do modelo quanto a seu poder de explicar e solucionar as problemáticas atuais, de modo a manter os fundamentos do NCM e flexibilizar o RMI, delegando novas funções, ainda que subordinadas, às políticas financeiras, fiscais e cambiais - conjugando o objetivo central (controle inflação) com estes outros objetivos desejáveis. (SARAIVA, 2022) De outro lado, por uma ótica heterodoxa, Goodhart (2008) apud Fontana (2009), argumentam que o modelo NCM é agora visto como um modelo de “bom tempo”, que pode ter alguma aplicação em um ambiente de inflação baixa e estável, mas é cada vez menos relevante em ambientes econômicos de inflação altamente instável, profunda crise financeira e graves recessão.

Seguindo este viés crítico, segundo Montes e Alves (2012), do ponto de vista da heterodoxia, as críticas mais relevantes realizadas ao Novo Consenso Macroeconômico partiram de autores cuja fundamentação teórica é a corrente pós-keynesiana. Entre as críticas, as mais relevantes são: o papel secundário o qual a política fiscal foi relegada e os impactos

da taxa de juros sobre a inflação e o nível de emprego.

4.1.1 O papel Secundário da Política Fiscal

Para os críticos pós-keynesianos da perspectiva mainstream proposta pelo Novo Consenso Macroeconômico, a proposição da ortodoxia é que o market clearing simultâneo leva à configuração de um equilíbrio com pleno emprego, constituindo o estado normal de uma economia de mercado, haja vista a existência de forças endógenas de convergência em direção à posição de pleno emprego dos fatores produtivos, padece de inconsistências teóricas. (TEIXEIRA e MISSIO, 2011) Ademais, em virtude da aceitação da equivalência ricardiana, a política fiscal não seria eficaz para controlar a demanda agregada e teria pouco ou nenhum efeito sobre a economia.

De outro lado, para os pós-keynesianos, a economia se encontra numa posição abaixo do pleno uso dos fatores produtivos (com capacidade ociosa) e, como colocado por Blinder (2006) e Arestis e Sawyer (2003 e 2006) apud Fontana (2009), a visão da “equivalência ricardiana” é baseada em suposições teóricas irrealistas, incluindo horizontes de tempo, previsão perfeita, mercados de capitais perfeitos e ausência de restrições de liquidez. Desse modo, segundo Blinder (2006) apud Arestis (2012), o relaxamento dessas premissas irrealistas resulta em resultados favoráveis para a política fiscal, de modo que mesmo as avaliações empíricas desfavoráveis à política fiscal não podem ser sustentadas.

Assim, diferentemente das proposições relevantes do arcabouço teórico do NCM, Arestis (2012) argumenta que a política fiscal é um instrumento eficaz para regular o nível de demanda agregada, tendo, desta forma, um forte papel macroeconômico a desempenhar na condução da política econômica. Na mesma linha, Fontana (2009), argumenta que teoricamente há pouco ou nenhuma razão para justificar o atual papel marginal da política fiscal na macroeconomia moderna. Para o autor, é bastante claro que o governo pode diretamente afetar a demanda agregada e, portanto, o hiato do produto, movimentando o gasto do governo e/ou impostos. Portanto, o governo é capaz de trazer e, em seguida, manter a taxa de inflação atual para o nível desejado. Ele destaca, entretanto, a necessidade de coordenação adequada entre a política fiscal e a política de estabilidade monetária/financeira.

Nesse sentido, a política fiscal teria papel fundamental de alavancar a economia. Ao utilizar os seus gastos, o governo levaria o setor privado a se mobilizar para gastar mais. Também como em Keynes, os pós-keynesianos não fazem alusão à necessidade de que sejam mantidos déficits públicos. Estes somente seriam admitidos em última instância, quando o

gasto público efetivado, coberto pelas receitas, não fosse suficiente para ativar a demanda agregada. (MONTES e ALVES, 2012)

4.1.2 RMI: relação taxa de juros, inflação e atividade econômica

De início, a partir das ideias propostas por Fontana (2009), é preciso destacar as três maiores problemáticas relacionadas à política monetária convencional, ou seja, o Regime de Metas para Inflação, são elas: o “viés de desemprego”, os “efeitos distributivos” e os “efeitos de instabilidade financeira”. O primeiro, uma das características mais controversas da política convencional no modelo NCM é o tão chamado de “viés do desemprego”, ou seja, a tendência persistente da política monetária convencional de manter a taxa de desemprego acima da taxa natural de desemprego, desde que a economia esteja não na estabilidade de preços. Em outros termos, trata-se do uso da política monetária e seus efetivos impactos sobre a economia real (nível de atividade econômica) e os preços. (FONTANA, 2009)

Nessa linha, um Banco Central que busca uma meta de inflação através das recomendações do NCM teria que tentar conter o aumento de preços aprofundando a recessão. Assim, a adoção de uma âncora nominal, como a meta de inflação, não deixa muito espaço de manobra para a estabilização do produto. A estabilidade de preços é o objetivo primordial na visão dos proponentes do RMI. Isso porque, o papel da política monetária é controlar a inflação de demanda, e não a inflação de custos - a influência da elevação da taxa de juros sobre a oferta agregada, via aumento dos custos de capital de giro, é ignorada. (ARESTIS e SAWYER, 2008; ARESTIS, 2019)

Sobre isso, Arestis e Sawyer (2002) apud Arestis e Sawyer (2008) defendem que os efeitos das mudanças nas taxas de juros sobre a taxa de inflação são bastante modestos, enquanto, de outro lado, as taxas de juro têm efeito sobre a procura agregada, e isso decorre de alterações substanciais na taxa de investimento. A componente da procura agregada mais sensível aos juros, é a despesa de investimento. A estrutura de ITR preocupa-se com os efeitos da taxa de juros na demanda agregada e, portanto, na taxa de inflação. Mas é claro que o investimento tem impacto na trajetória temporal do estoque de capital e, portanto, na posição futura do lado da oferta.

A segunda problemática abordada por Fontana (2009), outra característica controversa da política convencional no modelo NCM está relacionada com os efeitos distributivos de mudanças nas taxas de juros. Os pagamentos de taxas de juros são um custo para as empresas

emprestarem dinheiro aos bancos e, portanto, podem alimentar um processo inflacionário se as mudanças nas políticas das taxas de juros forem repassadas para os consumidores. Por outro lado, os pagamentos de taxas são uma renda para os locatários, em sua maioria agentes financeiros que não desempenham nenhum papel produtivo. (FONTANA, 2009)

Finalmente, de acordo com o modelo NCM, a política monetária deve responder a mudanças no hiato do produto e a diferença entre a taxa de inflação corrente e as metas estabelecidas. No entanto, há a questão da capacidade da autoridade monetária controlar a inflação. Os preços do petróleo, as oscilações da taxa de câmbio, os salários e os impostos podem ter um grande impacto na inflação, e um Banco Central não tem controle sobre esses fatores. Na medida em que a fonte da inflação seja qualquer um desses fatores, a política de metas inflacionárias não teria nenhum impacto. (ARESTIS, 2007 apud ARESTIS e ARAÚJO, 2019; ARESTIS e SAWYER, 2008; FONTANA, 2009)

4.2. AS PECULIARIDADES DO CASO BRASILEIRO E SEUS IMPACTOS

De acordo com Arestis e Araújo (2019), duas características se destacam em relação ao ITR brasileiro. A primeira é que o Brasil é um dos poucos países com horizonte de meta de inflação de apenas um ano. Assim, diante de choques de oferta, o Banco Central é forçado a responder imediatamente para garantir o cumprimento da meta no horizonte de curto prazo, o que explica parcialmente as taxas de juros reais e nominais extremamente altas com que o país convive, as pressões contracionistas exageradas e dificuldades em atender a meta inflacionária. Outra característica marcante é o objetivo único de estabilidade de preços, o que implica a ausência de outros objetivos de política monetária, como crescimento econômico, bem-estar da população, baixo desemprego e estabilidade financeira. Isso subutiliza a política monetária em termos de sua capacidade de alcançar objetivos econômicos mais amplos.

Soma-se a isso, uma hipótese testada e confirmada por Arestis e Araújo (2019) que é a baixa sensibilidade da inflação à taxa de juros no Brasil, decorrente de fracos mecanismos de transmissão da política monetária. O primeiro problema da transmissão da política monetária foi a significativa parcela de títulos indexados à taxa de juros da política monetária em relação ao total de títulos da dívida federal. Ao contrário do que sugere o mecanismo de transmissão da política monetária, segundo o qual o aumento da taxa de juros reduz o preço de mercado dos títulos e empobrece o detentor desses ativos, nesses casos os títulos públicos indexados à Selic caracterizam-se pela inoperância de tais mecanismos. Assim, o aumento da

taxa Selic aumenta a renda dos detentores desses títulos e elimina o impacto negativo dos juros sobre o preço dos títulos. (ARESTIS e ARAÚJO, 2019)

Outra explicação a destacar para o mau funcionamento dos mecanismos de transmissão da política monetária advém da estrutura e funcionamento do sistema bancário brasileiro. A causa dos problemas é a obstrução do canal da taxa de juros e do canal do crédito, dada a ausência de segmentos mais longos de financiamento no mercado de crédito brasileiro, que se concentra principalmente no crédito de curto prazo. (ARESTIS e ARAÚJO, 2019)

Mais um aspecto que limita o funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária é a existência de preços administrados. João Sicsú e Oliveira de Castro (2003) apud Arestis e Araújo (2019), sugerem que os preços administrados são ligeiramente insensíveis às condições de oferta e demanda porque são estabelecidos por contrato ou por órgão governamental, e não se alteram com mudanças na política monetária. Como no Brasil cerca de 28% do IPCA, que é o índice de inflação inicial, é composto por preços administrados, a política monetária precisa ser ainda mais contracionista para devolver a inflação à meta estabelecida. Isso ocorre porque essa parcela dos preços não responde a mudanças nas taxas de juros ou preços na demanda agregada.

As características peculiares do ITR brasileiro somado aos fracos mecanismos de transmissão da política monetária explicam, segundo Arestis e Araújo (2019), porque a manutenção da estabilidade de preços exige a fixação das taxas de juros reais e nominais em níveis relativamente elevados tornando a política monetária excessivamente rígida. Essas características contribuem para a considerável desaceleração da economia brasileira, tanto em relação à sua própria tendência histórica, quanto em comparação com outras economias em desenvolvimento. No nível empírico, o impacto de mudanças na taxa de juros sobre a inflação é fraco no longo prazo, mas evidente sobre o investimento. (ARESTIS e SAWYER, 2002 apud ARESTIS e SAWYER, 2008; ARESTIS e ARAÚJO, 2019)

Levando em conta esses fatores, ao aumentar as taxas de juros, o Banco Central pode contrair a demanda agregada. No entanto, a desaceleração da economia não se transmite inteiramente aos preços: o arrefecimento da inflação parece ser desproporcional à queda do nível de atividade. Seguindo os autores heterodoxos que discutem o assunto, é possível concluir também que, após quase 20 anos de adoção do ITR no Brasil, esse regime tem gerado pressões contracionistas exageradas sobre a economia brasileira, reduzindo seu

produto potencial. (ARESTIS e ARAÚJO, 2019)

4.3. A APLICAÇÃO DA MMT AO CASO BRASILEIRO

A partir da perspectiva de Gomes (2022), o Brasil, assim como qualquer país subdesenvolvido, possui alguma restrição externa, de modo que precisam obter alguma quantidade de moeda estrangeira. Vernengo e Caldentey (2019, p. 3) apud Gomes (2022), observam que o que restringe de fato o espaço de política de um país não é precisamente o tipo de regime cambial, mas a sua necessidade de obter moeda estrangeira: como países periféricos normalmente são mais dependentes de suas importações, sobretudo em relação a bens intermediários e de capital (que são essenciais para um processo de crescimento econômico), acabam tendo essa necessidade de obter moeda estrangeira para financiar as importações e, portanto, têm um espaço de política mais restrito.

Apesar da questão estrutural relacionada à restrição externa, relevante para os países periféricos, dois pontos destacam-se no caso brasileiro segundo Gomes (2022): i. o êxito em reduzir sua exposição ao endividamento em moeda estrangeira nos últimos anos; ii. De acordo com Jorge (2020), o Tesouro Nacional não mostrou problemas de colocação de títulos no mercado, embora o perfil da dívida brasileira seja de curto prazo e com taxas pós-fixadas. A melhora em relação a esses quadros conferiu maior grau de liberdade aos policy makers brasileiros. Essa avaliação nos revelou que o governo não enfrenta restrições para se endividar em moeda nacional, isto é, ao longo dos últimos anos, conclui-se que a MMT é aplicável ao caso brasileiro, mas, para que isso seja possível, mudanças institucionais relevantes precisam ser realizadas. (GOMES, 2022)

Um ponto de atenção é o arcabouço institucional da política econômica é orientado para a estabilidade macroeconômica e de preços e acaba impondo amarras à atuação estatal e comprometendo outros objetivos mais relevantes segundo a MMT, a saber, a busca do pleno emprego e o crescimento econômico. (GOMES, 2022)

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A partir das perspectivas apresentadas acima, é possível observar que o Regime de Metas para Inflação, bem como o Tripé Macroeconômico são eficazes no controle inflacionário - objetivo primordial para o qual foi desenhado. Sob esse olhar, seu estabelecimento cumpriu a meta de assegurar a estabilização de preços conquistada pelo

Plano Real nos anos anteriores.

Entretanto, mais de duas décadas depois de sua implementação, é possível inferir que o Tripé tem efeitos bastante significativos para a atividade econômica e o investimento no longo prazo, e estes, vão no sentido oposto da “promessa” de aproximar o produto nacional de seu nível potencial. Essas questões, alvo de debates mundo afora, ganham dimensão ainda maior no caso brasileiro, em virtude da forma como o arranjo econômico foi desenhado no país e a ineficácia dos mecanismos de transmissão da política monetária.

Assim, é necessário observar como a teoria econômica ortodoxa representa atualmente, a despeito de suas distorções, uma camisa de força para a política macroeconômica, de modo especial, a economia brasileira. Nesse sentido, o conhecimento e debate acerca de perspectivas de cunho heterodoxo sobre política macroeconômica, como a MMT, são importantes para fornecer insights sobre as fragilidades do NCM, como o melhor uso da política fiscal. Da mesma forma, compreender as discussões dentro da própria ortodoxia no sentido de flexibilizar regras do RMI, sem, no entanto, interferir na base teórica adotada, a fim de permitir uma capacidade de resposta mais efetiva a situações de crise - como ampliar o horizonte de tempo da meta de inflação, por exemplo - é fundamental para amplificar a eficiência e reduzir os “custos” do regime vigente.

Nesse aspecto, destaca-se que o papel secundário atribuído à política fiscal, a qual fica restrita à manutenção do equilíbrio entre receitas e despesas - o que fica evidente no caso brasileiro através das regras aprovadas com objetivo de controle de gastos e investimento público - e fornecimento de credibilidade à política monetária, esta sim, protagonista e com impacto efetivo sobre a demanda agregada e o nível de preços, é alvo de críticas pelos MMTistas.

Nesse contexto, a proposta pós-keynesiana da Modern Monetary Theory poderia contribuir positivamente com os diferentes setores da economia: agropecuária, indústria e comércio. Em relação a agropecuária, a MMT dá maior protagonismo à política fiscal, argumentando que os déficits orçamentários não são necessariamente prejudiciais se a economia estiver operando abaixo de seu potencial produtivo. Isso pode significar que os governos têm mais liberdade para investir diretamente ou via crédito aos produtores, ampliando o acesso a equipamentos, tecnologia, pesquisa e desenvolvimento agrícola.

A MMT sugere que os instrumentos fiscais podem ser usados para controlar a inflação. No caso do setor agropecuário, isso se daria por intermédio da implementação de

políticas de preços – estoques reguladores, por exemplo – ou subsídios para garantir a estabilidade dos preços e a segurança alimentar por parte do governo.

Em relação a indústria, a MMT sugere que os governos possuem maior espaço para utilização da política fiscal. Isso pode resultar em incentivos fiscais para investimentos em pesquisa e desenvolvimento, programas de treinamento de trabalhadores para aumentar a produtividade e a competitividade da indústria, além da modernização da infraestrutura industrial - essenciais para o funcionamento eficiente da indústria.

Outro ponto possivelmente benéfico à indústria é em relação ao mercado de trabalho. Um dos pilares da MMT é o programa “Empregador de Último Recurso”, onde o governo atua garantindo trabalho para todos que desejam emprego e gerando uma reserva de mão-de-obra estável e disponível, reduzindo os custos de recrutamento e treinamento para as empresas e ajudando a manter a estabilidade do mercado de trabalho.

Por fim, em relação ao comércio, as principais contribuições da MMT estão no âmbito do fortalecimento da demanda agregada. Nesse sentido, é possível pensar em medidas de investimento público – assim como para os demais setores citados acima –, ou, outra alternativa, no caso do comércio, seria uma abordagem mais flexível para a taxa de câmbio, ainda num modelo de câmbio flutuante, permitindo ajustes para promover a competitividade das exportações ou para proteger setores domésticos da concorrência estrangeira.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARAÚJO, E.; ARESTIS, P. Lessons from the 20 years of the Brazilian inflation targeting regime. **Panoeconomicus**, [S.L.], v. 66, p. 1-23, 06 fev. 2019. National Library of Serbia. <http://dx.doi.org/10.2298/pan1901001a>.

ARESTIS, P. Fiscal policy: a strong macroeconomic role. **Review Of Keynesian Economics**, [S.L.], v. 1, p. 93-108, 1 out. 2012. Edward Elgar Publishing. <http://dx.doi.org/10.4337/roke.2012.01.06>.

ARESTIS, P. The New Consensus in Macroeconomics: a critical appraisal. **Macroeconomic Theory And Macroeconomic Pedagogy**, [S.L.], n.564, p. 100-117, 22 maio 2009. Palgrave Macmillan UK. http://dx.doi.org/10.1007/978-0-230-29166-9_6.

DEOS, Simone; MATTOS, Olívia Bullio; ULTREMARE, Fernanda; MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de. MODERN MONEY THEORY: rise in the international scenario and recent debate in brazil. **Brazilian Journal Of Political Economy**, [S.L.], v. 41, n. 2, p. 314-332, abr. 2021. FapUNIFESP (SciELO). <http://dx.doi.org/10.1590/0101-31572021-3141>.

FONTANA, Giuseppe; REALFONZO, Riccardo; PASSARELLA, Marco Veronese. Monetary economics after the global financial crisis: what has happened to the endogenous money theory?. **European Journal Of Economics And Economic Policies: Intervention**, [S.L.], v. 17, n. 3, p. 339-355, nov. 2020. Edward Elgar Publishing. <http://dx.doi.org/10.4337/ejeep.2020.0056>.

GOMES, Isadora Bonitz Silva. A Aplicabilidade da Mmt ao Caso Brasileiro: uma análise de 2000 a 2019. **Cadernos de Finanças Públicas**, [S.L.], v. 22, n. 02, p. 1-69, 15 set. 2022. Mensal. Secretaria do Tesouro Nacional do Ministério da Economia. <http://dx.doi.org/10.55532/1806-8944.2022.183>.

MONTES, Gabriel Caldas; ALVES, Romulo do Couto. Teoria das finanças funcionais e o papel da política fiscal: uma crítica pós-keynesiana ao novo consenso macroeconômico. **Revista de Economia Política**, [S.L.], v. 32, n. 4, p. 670-688, dez. 2012. FapUNIFESP (SciELO). <http://dx.doi.org/10.1590/s0101-31572012000400008>.

PAIVA, C.C. PAIVA, S.C.F. O novo consenso macroeconômico e o papel da política fiscal. In: CASAGRANDE, E.E (Org.). *Intervenção fiscal e suas dimensões: teoria, política e governança*. 1ª Edição. São Paulo: Editora Cultura Acadêmica, dezembro/2012. Cap.3, p.41-67.

PAULA, L. F. D; SARAIVA, P.J. Novo Consenso Macroeconômico e o Regime de Metas para Inflação: algumas implicações para o Brasil. **Revista Paranaense de Desenvolvimento**, Curitiba, v. 36, n. 128, p. 19-32, jan./2019.

RESENDE, André Lara. *Camisa de força ideológica: a crise da macroeconomia*. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2022. 120 p. ISBN 978-8582852347

SARAIVA, P, J. Uma breve revisão do Novo Consenso Macroeconômico a partir da crise de 2007/08: questionamentos internos acerca da condução da política econômica pós-crise. **Instituto de Economia e Relações Internacionais**, Uberlândia, v. 37, n. 2, p. 184-205, nov./2022.

SARAIVA, P, J.; PAULA, L. F. D.; MODENESI, A. D. M. Da grande moderação a grande recessão: algumas considerações acerca da construção e revisão do Novo Consenso Macroeconômico a partir da crise de 2007-2008. **Geosul**, Florianópolis, v. 34, n. 70, p. 261-285, jan./2019.

TEIXEIRA, A. M.; MISSIO, F. J. O 'novo' consenso macroeconômico e alguns insights da crítica heterodoxa. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 20, n.2 (42), p. 273-297, ago./2011.

WRAY, L. Randall. Caminos alternativos a la teoría monetaria moderna. **Revista de Economía Institucional**, [S.L.], v. 22, n. 43, p. 29-56, 20 maio 2020. Semestral. Universidad Externado de Colombia. <http://dx.doi.org/10.18601/01245996.v22n43.03>.

WRAY, L. Randall. Government as Employer of Last Resort: full employment without inflation. **Ssrn Electronic Journal**, [S.L.], v. 213, p. 1-18, 10 abr. 1998. Se. Elsevier BV. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.74942>.

WRAY, L. Randall. Modern Money. **Ssrn Electronic Journal**, [S.L.], v. 252, p. 1-26, 25 nov. 1998. Elsevier BV. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.137409>.

WRAY, L. Randall. The Neo-Chartalist Approach to Money. **Ssrn Electronic Journal**, [S.L.], v. 10, p. 1-19, 1 jul. 2000. Elsevier BV. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1010334>.