

CONFLITO DISTRIBUTIVO E O FIM DA “BREVE ERA DE OURO” DA ECONOMIA BRASILEIRA¹

[http://dx.doi.org/10.25091/
S01013300201800020002](http://dx.doi.org/10.25091/S01013300201800020002)

FRANKLIN SERRANO*
RICARDO SUMMA**

RESUMO

O objetivo deste trabalho é discutir as causas principais da interrupção do processo de crescimento com inclusão social que ocorreu na economia brasileira a partir de meados dos anos 2000, que chamaremos de “breve era de ouro” da economia brasileira.

PALAVRAS-CHAVE: *conflito distributivo; investimento induzido; economia política; economia brasileira.*

Distributive Conflict and the End of Brazilian Economy’s “Brief Golden Age”

ABSTRACT

The aim of this paper is to discuss the main causes of the interruption of the process of growth with social inclusion that occurred in the Brazilian economy from the mid 2000s, which we will call the Brazilian economy’s “Brief Golden Age”.

KEYWORDS: *distributive conflict; induced investment; political economy; Brazilian economy.*

[*] Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
E-mail: franklinserrano@gmail.com.

[**] Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
E-mail: ricardo.summa@ie.ufrj.br.

[1] Os autores agradecem, sem implicar nos nossos erros e omissões remanescentes, as discussões sobre o tema deste artigo com Fabio Freitas, Luiz Eduardo Melin, Carlos Medeiros e Vivian Garrido Moreira. Ricardo Summa é pesquisador PQ do CNPq e agradece ao apoio a pesquisa.

“Os capitalistas fazem muitas coisas como classe, mas certamente eles não investem como classe.”

Michal Kalecki (1977)

INTRODUÇÃO

O objetivo deste trabalho é discutir as causas principais da interrupção, a partir de 2015, do processo de crescimento com inclusão social que ocorreu na economia brasileira a partir de meados dos anos 2000, que chamaremos de “breve era de ouro” da economia brasileira em alusão ao processo semelhante, porém bem mais longo e intenso, que ocorreu nos países centrais depois da Segunda Guerra Mundial até o início da década de 1970. Nossa análise se baseia em duas hipóteses centrais. A primeira é de que, por uma série de razões

estruturais, operando tanto no lado da oferta quanto da demanda de trabalho, esse processo gerou, a despeito das taxas de crescimento da economia não terem sido muito elevadas, uma “revolução indesejada” no mercado de trabalho brasileiro entre 2004 e 2014, que reforçou muito o poder de barganha dos trabalhadores (particularmente os menos qualificados). Essa “revolução indesejada” gerou uma tendência de os salários reais crescerem *continuamente* acima do crescimento da produtividade, o que acirrou progressivamente o conflito distributivo e reduziu as margens e taxas de lucros das empresas.

A nossa segunda hipótese, baseada em alguns aspectos econômicos e políticos das teorias de Garegnani, Steindl e Kalecki, é de que a interrupção do processo de crescimento socialmente inclusivo a partir de 2015 se deu como efeito do acirramento do conflito distributivo, mas de maneira *indireta*, pela pressão política exercida pela classe capitalista (e seus aliados) sobre o governo para mudar o regime de política econômica e criar condições para a resolução do conflito distributivo a favor do capital, e não por efeitos econômicos ou políticos atuando *diretamente* nas decisões de investimento das empresas. Sob a pressão da concorrência, mesmo com margens e taxas de lucro menores, o investimento privado não residencial seguiu de perto a evolução do crescimento dos componentes autônomos e induzidos da demanda final que *não* criam capacidade para o setor privado. Como as políticas de inclusão social e a redistribuição de renda expandem os componentes da demanda e o mercado interno, o efeito *direto* sobre o investimento da mudança na distribuição foi claramente *expansionista* durante todo o período. Apenas quando o governo não resiste mais às pressões e muda radicalmente o regime da política econômica em 2015, com o objetivo de resolver o conflito distributivo a favor do capital, é que vem a forte contração da demanda efetiva que, por sua vez, explica o posterior colapso do investimento das empresas privadas.

Este trabalho se divide em mais quatro seções. Na segunda seção discutimos a “revolução indesejada” que acabou ocorrendo no mercado de trabalho no Brasil. Em seguida, apresenta algumas considerações teóricas gerais sobre os efeitos de mudanças da parcela dos salários na renda sobre as taxas de lucro, o produto e o investimento das empresas. A quarta seção mostra como o crescimento foi liderado pela demanda durante todo o período e como o investimento das empresas foi induzido pela evolução da tendência da demanda efetiva agregada e avalia criticamente outras interpretações sobre a relação entre conflito distributivo e a dinâmica do investimento das empresas no Brasil. Por fim, na quinta seção argumentamos que, a despeito da retórica sobre a necessidade de um ajuste fiscal, a mudança radical de regime de política econômica em 2015 foi resultado da tentativa do governo de resolver o conflito distributivo de forma favorável ao capital.

Nossa hipótese central é que houve no Brasil uma “revolução indesejada” no mercado de trabalho no período entre 2004 e 2014, decorrente da queda acentuada da taxa de desemprego aberto e de outros elementos sociais e institucionais que aumentaram o poder de barganha dos trabalhadores muito mais do que se esperava.^{2,3} Essa mudança na situação do mercado de trabalho foi um resultado inesperado da interação de um amplo conjunto de fatores que se reforçaram mutuamente (Summa; Serrano, no prelo).

Um primeiro elemento foi o forte aumento do salário mínimo, que cresceu a uma taxa de cerca de 5% em termos reais entre 2000 e 2014 (Summa; Serrano, no prelo). No Brasil, o salário mínimo afeta direta e indiretamente tanto as condições gerais do mercado de trabalho quanto o poder de barganha dos trabalhadores em geral. Além disso, como muitos benefícios e transferências sociais (como a previdência social, seguro desemprego etc.) estiveram atrelados ao valor do salário mínimo, aumentos deste tiveram um forte efeito de redução de pobreza familiar e melhoria das condições de vida. Isso influencia marcadamente o poder de barganha dos trabalhadores mais pobres, assim como suas decisões sobre ofertar trabalho e níveis aceitáveis de salários e condições de trabalho. Houve também substancial aumento na cobertura do seguro desemprego e outras transferências sociais.

Os efeitos diretos levam ao aumento dos salários da mão de obra menos qualificada, através de diversos canais. Há um efeito positivo direto nos salários do setor público e no segmento formal do mercado de trabalho privado. Há também o “efeito farol” sobre os níveis de salário negociados no setor capitalista informal para trabalhadores urbanos e rurais e também sobre os salários do setor informal de serviços pessoais (como empregadas domésticas, por exemplo), para o qual o salário mínimo (ou frações dele) é uma norma social bem aceita e estabelecida (Medeiros, 2015).

Os efeitos indiretos operam através do aumento da renda média dos trabalhadores informais empregados por conta própria. Uma parte da maior renda de trabalhadores e beneficiários de transferências sociais que ocorre com o aumento do salário mínimo tende a aumentar a renda média dos trabalhadores autônomos do setor informal que vendem muitos dos seus bens e serviços para outros trabalhadores de baixa renda. Tomados em conjunto com os efeitos positivos de maiores salários e transferências sociais (cujos beneficiários também têm alta propensão a consumir) sobre o emprego no setor formal, o efeito indireto na renda média dos trabalhadores informais autônomos opera tanto através da maior massa de renda gasta na compra dos seus

[2] Tomamos o termo emprestado de um livro de Camargo e Ramos (1988). Para os autores, uma breve “revolução indesejada” no mercado de trabalho no Brasil, com o fortalecimento do poder de barganha dos trabalhadores formais e informais, teria ocorrido logo após o Plano Cruzado de 1986, como consequência do congelamento de preços e da política econômica em geral. Os autores consideram que essa mudança teria levado ao fracasso do plano porque teria gerado um excesso de demanda agregada.

[3] Consideramos que o fracasso do Plano Cruzado foi causado pela restrição externa no contexto da crise da dívida externa dos anos 1980, e não pela demanda agregada. De qualquer forma, o termo “revolução indesejada” no mercado de trabalho traduz bem a situação que ocorreu na época. E a ausência de interrupção do ciclo de crescimento recente pela restrição externa (Martins e Rugitsky, 2018) parece ter sido fundamental para a duração mais longa da segunda “revolução indesejada”.

serviços quanto na redução do número relativo de trabalhadores nesse segmento, que ocorre quando o emprego formal se expande. Assim, salários mínimos mais altos aumentam substancialmente a renda média per capita desses trabalhadores informais.

No período, em geral os sindicatos também tiveram seu papel reforçado, com um substancial aumento no número de greves (não houve redução no grau de sindicalização, ao contrário das tendências internacionais mais recentes). O crescimento bem mais rápido da economia no período, combinado com algum reforço na aplicação das leis trabalhistas e incentivos maiores tanto para trabalhadores como para empresas (particularmente o acesso a crédito e tributação simplificada), levou a um forte crescimento dos empregos formais e a uma queda significativa na taxa de informalidade.

O efeito do crescimento da economia sobre a geração de empregos foi reforçado pela forte expansão relativa do setor de serviços, de baixa produtividade (e, portanto, alta intensidade de trabalho). Essa expansão acelerada dos serviços parece ter sido beneficiada pela tendência (internacional e doméstica) de baixos preços relativos de bens de consumo industriais e forte expansão de crédito ao consumidor. Esses fatores parecem ter aumentado consideravelmente a elasticidade da renda do setor de serviços, na medida em que o aumento do salário real permite a trabalhadores atenderem com mais facilidade suas demandas por bens de consumo industriais duráveis e não duráveis, em níveis de renda familiar relativamente baixa, e começarem a gastar parcela crescente dos salários em serviços, em um nível de renda bem menor do que em décadas passadas (Medeiros, 2015). Dado o padrão de crescimento da economia no período, os setores em que o emprego cresceu mais rápido foram a construção civil, os serviços, o comércio e a administração pública, todos muito intensivos em trabalho (Amitrano, 2013). O efeito combinado desses elementos foi de que mesmo taxas médias de crescimento do produto relativamente moderadas levaram a um forte crescimento do emprego formal.

Ao mesmo tempo, no que diz respeito ao lado da oferta de mão de obra, tendências resultantes da transição demográfica reduziram substancialmente a taxa de crescimento da população em idade ativa. Além disso, as políticas sociais de redução de pobreza, seguridade social e de universalização da educação tiveram o efeito combinado de reduzir a taxa de participação (com forte redução no trabalho infantil, por exemplo). O resultado foi que a força de trabalho, que crescia ainda em média de 3% ao ano entre 2001 e 2005, passa a crescer a uma taxa média de apenas 1,2% no período entre 2006 e 2014 (Summa; Serrano, no prelo). Além disso, os salários mais baixos cresceram a um ritmo muito mais elevado do que o salário médio, reduzindo substancialmente a desigualdade salarial. Com o forte ritmo de crescimento

do emprego e a desaceleração do crescimento da oferta de mão de obra, a taxa de desemprego aberto caiu continuamente de 2003 a 2014. Isso fortaleceu ainda mais o poder de barganha dos trabalhadores e levou a um crescimento médio dos salários reais de mais de 3% ao ano a partir de 2006, num contexto de baixo crescimento da produtividade (Summa; Serrano, no prelo). O aumento dos salários reais levou à gradual recuperação da parcela dos salários na renda, que continuou aumentando até 2015. Saramago, Medeiros e Freitas (2018) estimam que a participação salarial aumentou em média 1,2 ponto percentual por ano no período 2005–2015.

RELAÇÕES DIRETAS (ECONÔMICAS) E INDIRETAS (POLÍTICAS) ENTRE INVESTIMENTO, DEMANDA E PARCELA DOS LUCROS

Aumentos dos salários reais acima do crescimento da produtividade e, portanto, da parcela dos salários na renda tendem a reduzir as margens de lucros das empresas. Essa redução também diminui as taxas de lucro realizadas sobre o estoque de capital fixo que já está instalado na economia, embora no contexto de curto prazo o efeito negativo seja atenuado, ao menos para a economia como um todo, pelo fato de que o aumento da parcela dos salários na renda tende a expandir o consumo (pois significa uma transferência de renda para uma classe que tem uma propensão marginal a consumir substancialmente mais elevada do que a dos proprietários do capital) e a demanda agregada e o produto, aumentando o grau de utilização efetivo desse estoque de capital inicial (Serrano, 1988, apêndice A).⁴

De acordo com Garegnani (1992; 2015) e alguns outros autores associados à retomada da abordagem clássica do excedente iniciada por Piero Sraffa (Serrano, 2004; Cesaratto, 2015), o efeito negativo de uma redução persistente das margens de lucros sobre as taxas de lucro *esperadas* em *novos* investimentos não pode ser atenuado pela expansão da demanda como no caso do capital já instalado, pois o eventual aumento do grau efetivo de utilização da capacidade é por sua própria natureza temporário, uma vez que a concorrência impõe que o volume de novos investimentos das empresas tentem adequar o tamanho do estoque de capital aos níveis persistentes de demanda esperada (setorial e agregada) (Garrido Moreira; Serrano, 2018; Serrano, 1995; Serrano; Freitas, 2017).^{5,6} Isso ocorre porque, de um lado, nenhuma empresa vai querer investir de forma a instalar de propósito um estoque de capital superdimensionado em relação à demanda esperada. Por outro lado, a concorrência real ou potencial de outras empresas em geral também impede que as empresas subdimensionem persistentemente, de propósito, o tamanho de seu estoque de capital em relação à demanda, sob o risco de perder parcelas de mercado para

[4] A taxa de lucro realizada cai porque a queda da parcela dos lucros é maior do que o aumento do grau de utilização da capacidade. Dado o nível de investimento e outros gastos autônomos, o aumento da parcela dos salários aumenta o nível de atividade, as importações, a arrecadação de impostos e o montante da eventual (pequena) poupança dos trabalhadores. Estes três últimos fatores reduzem a massa de lucros realizados sobre um dado estoque de capital (Serrano, 1988, apêndice A).

[5] Alguns autores chamados “neokaleckianos” acreditam que seria possível, no que chamam regime de crescimento liderado pelos salários, que a taxa de lucro realizada aumentasse permanentemente com uma queda da parcela dos lucros, configurando o que ficou conhecido como o “paradoxo dos custos”. Nesse caso, o grau efetivo de utilização da capacidade deveria aumentar mais do que caiu a parcela dos lucros e ficar permanentemente nesse patamar mais elevado.

rivais já presentes naquele setor e/ou novos entrantes. Assim, a concorrência leva as empresas a investir de forma a tentar fazer o grau de utilização efetivo da capacidade tender ao grau de utilização normal ou planejado (aquele que minimiza os custos, já levando em conta as margens necessárias de capacidade ociosa planejada).

Por esses motivos, a taxa de lucro esperada em novos investimentos vai ser a chamada taxa de lucro normal, obtida pelo grau de utilização normal ou planejado do estoque de capital. A redução de margem de lucro que vem com o aumento de salários reais acima do crescimento da produtividade reduz diretamente a taxa de lucro que pode ser obtida no grau de utilização normal e, portanto, reduz diretamente a taxa geral de lucro que se espera nos novos investimentos, independente de qual tenha sido o efeito expansionista desses maiores salários reais sobre os níveis de demanda e do produto.

O fato de que o efeito de longo prazo de um aumento da parcela dos salários na renda leve a uma queda na taxa de lucro normal e, portanto, na rentabilidade esperada dos novos investimentos *não* significa, ao contrário do que pode parecer à primeira vista, que os níveis de investimento também vão ser reduzidos por essa mudança na distribuição funcional da renda.

Pelo contrário, nesse caso, a concorrência entre as empresas levará a um aumento do nível de investimento para adequar o tamanho do estoque de capital aos níveis mais altos de demanda agregada que vieram do aumento do consumo dos trabalhadores descrito acima.

Nessa visão, a rentabilidade (margem de lucro ou taxa de lucro em grau de utilização normal) é uma restrição, e não um determinante do investimento. Se a rentabilidade esperada se mantém acima de um mínimo dado pela taxa de juros mais um componente de risco de referência, variações das margens brutas ou líquidas de lucro não afetam diretamente o montante de investimento das empresas.⁷

Desses princípios teóricos gerais seguem-se duas implicações adicionais que vale a pena mencionar aqui. A primeira é que, assim como a redução da rentabilidade em si não reduz o investimento, políticas de estímulo direto ao investimento que geram aumento de margens de lucro, através de desonerações tributárias e redução do custo do investimento (como a redução da taxa de juros), ou desvalorizações cambiais que permitem a sustentação de margens de lucros mais altas aos produtores internos em setores expostos à concorrência externa em geral *não* têm, por si só, impacto positivo persistente sobre o investimento, pois, se não vêm junto com alguma perspectiva de expansão da demanda, não tornam necessária a expansão da capacidade produtiva das empresas.⁸ E na extensão em que algumas empresas por acaso de fato ampliam seus investimentos apenas porque sua rentabilidade esperada aumentou, sem alteração das perspectivas de

[6] O “paradoxo dos custos” dependeria da hipótese de que o efeito do aumento do consumo dos trabalhadores sobre o investimento fosse suficientemente grande para compensar os efeitos negativos sobre a massa de lucros e só ocorreria numa economia em que a capacidade produtiva fosse sempre superdimensionada e as empresas não conseguissem jamais ajustar a capacidade à demanda. Para uma crítica teórica, ver Serrano (1995), Serrano e Freitas (2017) e Garrido Moreira e Serrano (2018).

[7] Note-se que reduções persistentes dos níveis das taxas reais de juros reduzem o limite inferior do custo financeiro e do custo de oportunidade dos investimentos.

[8] Na quarta seção discutiremos o fracasso das políticas de estímulo a margens de lucro em estimular o investimento para a economia brasileira no período 2011–2014.

[9] Essas são as críticas básicas ao que na literatura sobre modelos heterodoxos do crescimento se conhece como “regimes de crescimento liderados pelos lucros”, em que a longo prazo o investimento das empresas seria forte e predominantemente afetado diretamente por algum indicador de rentabilidade (margem, parcela ou taxa normal de lucros). Para a crítica teórica detalhada dessas ideias, ver Serrano (1995, capítulo 3), Serrano e Freitas (2017) e Pariboni (2016).

aumento da demanda por seus produtos, o efeito será a criação de uma grande e custosa capacidade ociosa indesejada que certamente reduzirá a rentabilidade realizada dessas empresas e provavelmente levará rapidamente a uma posterior contração do investimento.⁹

Uma segunda implicação desses princípios teóricos básicos é relativizar o papel da oferta de crédito na determinação do investimento. Dado que investimento gera capacidade produtiva, os próprios montantes de crédito oferecidos ou tomados para financiar os investimentos não podem ser totalmente independentes das expectativas de demanda. Em geral, o montante de investimento vai depender de qual das expectativas de demanda futura for a mais curta: a da empresa ou do banco que financia o projeto. É claro que numa crise financeira de curto prazo, o investimento agregado é afetado por condições financeiras em geral. Por exemplo, é altamente improvável que empresas que estão temerosas de ir à falência em breve não adiem seus planos de expansão. No entanto, mesmo esses efeitos são bastante assimétricos, pois a mera disponibilidade maior de crédito para o investimento não cria por si só mais perspectivas de demanda efetiva e, portanto, não justifica a ampliação da capacidade. Finalmente, é importante enfatizar que as empresas são muito heterogêneas no que diz respeito a restrições financeiras: pequenas empresas em geral têm fortes restrições de crédito ao investimento. Porém, para grandes empresas (e especialmente as empresas multinacionais) em geral a restrição de demanda rentável vem bem antes dos seus limites de financiamento. Dessa forma, diante de perspectivas de expansão de demanda, é improvável que as oportunidades de investimento que as pequenas empresas estão impedidas de fazer por falta de crédito não sejam aproveitadas por empresas maiores. Assim, fora no curtíssimo prazo em situações de crise, o papel de restrições de crédito parece bem mais importante para definir a evolução da distribuição do tamanho das empresas e particularmente *quem* investe (e em que setores) do que *quanto* se investe no agregado (Serrano, 2001).

O fato de a redução da rentabilidade esperada (taxa de lucro normal) não afetar diretamente o investimento privado que cria capacidade produtiva não significa que os empresários não fiquem bastante insatisfeitos com uma queda nas taxas de lucros esperadas e realizadas nos seus investimentos, causadas por aumentos do salário real acima do crescimento da produtividade. Significa apenas que, parafraseando Kalecki, “os capitalistas não investem como classe”, e qualquer capitalista individual que se recuse a investir porque a taxa de lucro esperada caiu estará apenas abrindo mão de melhores oportunidades de valorização do seu capital realmente disponíveis e ainda estará deixando parcelas de mercado para seus rivais. Nesse contexto, a melhor alternativa realmente disponível para as empresas capitalistas é continuar

investindo no montante em que a demanda se expande. Ao mesmo tempo, seus proprietários podem se organizar “como classe” para tentar convencer o Estado a adotar políticas econômicas que ajudem a compensar ou reverter a mudança distributiva indesejável. E o grau de sucesso ou não dessas iniciativas depende de fatores estritamente políticos, e não econômicos.

Essas últimas considerações nos remetem à contribuição de Kalecki (1943), que em seu conhecido artigo sobre os aspectos políticos do pleno emprego anteviu que políticas econômicas que reduzissem muito o desemprego e fortalecessem o poder de barganha dos trabalhadores poderiam ser revertidas por causa da crescente oposição das classes proprietárias, que poderiam acabar convencendo o governo a mudar o regime de política econômica.

Note que, de acordo com Kalecki, a oposição também não se daria diretamente através de uma redução de investimentos das empresas, e sim posteriormente como efeito da mudança para políticas de austeridade. Essas políticas desacelerariam o crescimento da demanda efetiva e reduziriam o grau de utilização da capacidade e os investimentos das empresas.^{10,11}

Streeck (2011), no entanto, tem uma leitura bem diferente do artigo de Kalecki. Segundo o autor, Kalecki diz que haveria uma reação econômica direta dos empresários contra as políticas econômicas progressistas, através de uma “greve de investimento”, que levaria a economia diretamente a uma recessão. Streeck inclusive chama essa redução *direta* do investimento por motivos puramente políticos de “reação kaleckiana”.

Em nossa opinião, essa noção de “greve de investimentos”¹² de forma alguma representa o que Kalecki tenta dizer em seu artigo seminal. Kalecki deixa muito claro em todo o artigo que o investimento cai apenas quando a economia desacelera como efeito de mudança da política econômica.

De qualquer forma, a noção de greve de investimento é altamente implausível, pois requer suspensão total coordenada da concorrência intercapitalista, um acordo entre todas as empresas, que abrem mão de oportunidades lucrativas de investimento em nome da política e confiam que as demais empresas farão o mesmo.

Numa linha bem mais próxima a Kalecki, Josef Steindl, seu principal seguidor,¹³ interpretou o fim de era de ouro dos países centrais da seguinte forma:

[...] *as pressões internas de grupos em luta pela participação na renda nacional mostraram-se inflacionárias; em lugar de se aplacar as massas com um aumento progressivo do padrão de vida, o objetivo passou a ser amedrontá-las com o desemprego, que atinge com maior violência aqueles que*

[10] Existem várias diferenças entre a visão raffiana e kaleckiana sobre os determinantes da distribuição e do investimento, que englobam os efeitos das mudanças de salários nominais sobre salários reais (que Kalecki considerava em geral muito limitadas) e dos últimos sobre a rentabilidade esperada dos investimentos (que ele considerava limitados pois o nível de investimento dependeria da taxa de lucro realizada, que seria pouco afetada por uma maior parcela dos salários).

[11] Para críticas raffianas e a visão de Kalecki sobre o investimento, ver Petri (1993). Porém, para nossos propósitos, o que interessa é que Kalecki achava que políticas econômicas progressistas seriam freadas por uma reação política da classe capitalista, e não diretamente por uma queda do investimento privado.

[12] Em Kalecki (1943) não há nenhuma referência a “greve de investimentos”. A única evidência textual apresentada por Streeck é parte de uma frase em que Kalecki menciona que o investimento depende do “estado de confiança” dos capitalistas. Mas mesmo nesse trecho Kalecki parece estar apenas explicando por que os capitalistas não querem que o governo controle o nível de emprego da economia com o gasto público, pois reduziria o poder político da classe capitalista sobre os trabalhadores.

[13] Existem algumas diferenças entre a análise teórica da distribuição e do investimento das empresas entre Kalecki e Steindl, mas elas não interferem no ponto comum que queremos ressaltar aqui, de que os aumentos da parcela salarial não prejudicam o investimento e a desaceleração resulta de uma reação da política econômica ao acirramento do conflito distributivo.

são considerados mais rebeldes. Os argumentos contrários ao pleno emprego prevaleceram nas reuniões entre as potências e, com isso, presenciamos a estagnação não como uma ocorrência incompreensível, como na década de 30, mas a estagnação como política. [Steindl, 1976, p. 10]

A análise que Garegnani e alguns dos seus seguidores (Cavaliere; Garegnani; Lucii, 2008) fazem do final da era de ouro das economias avançadas nos pós-guerra também é bem próxima à de Steindl. Nessa visão, o acirramento do conflito distributivo ao final dos anos 1960 levou a um aumento da parcela dos salários na renda e a uma redução da taxa de lucro esperada e realizada. Mas o investimento das empresas, em vez de se reduzir, inicialmente aumentou com o efeito positivo dos aumentos salariais sobre a demanda. Os repasses parciais dos aumentos salariais levaram à aceleração da inflação (bem antes dos choques do petróleo) e gradualmente foi se solidificando a reação política que eventualmente levou à mudança do regime de política econômica na direção de políticas de austeridade e controle da inflação, com o abandono das prioridades de crescimento acelerado e “pleno emprego” que haviam sido seguidas por mais de duas décadas, com o objetivo de gerar desemprego o suficiente para combater a inflação salarial e permitir a resolução do conflito distributivo de forma favorável ao capital. Somente depois da adoção dessas políticas econômicas contracionistas é que o crescimento da demanda foi reduzido, o que acabou induzindo a desaceleração do investimento das empresas (Serrano, 2004).

CRESCIMENTO LIDERADO PELA DEMANDA E

INVESTIMENTO INDUZIDO: 2004-2014

Alguns estudos econométricos recentes apresentam evidências favoráveis à visão de que o investimento das empresas é guiado basicamente pelo princípio de ajuste do estoque de capital, resultante da pressão competitiva para ajustar a capacidade produtiva à expansão da demanda e muito pouco ou nada afetado sistematicamente por variações de custo de capital ou rentabilidade. O estudo de Santos *et al.* (2016) encontra uma elevada elasticidade dos níveis de investimento em relação ao produto. Em particular, Avancini, Freitas e Braga (2015) e Braga (2018) confirmam que a taxa de investimento (em máquinas e equipamentos) se ajusta gradualmente à taxa de crescimento da economia, de acordo com o mecanismo de ajuste do estoque de capital. Evidências de que o investimento em máquinas e equipamentos de cada setor também é induzido pela demanda se encontram em Miguez (2016).¹⁴

A experiência de crescimento com inclusão social que chamamos aqui de “breve era de ouro” da economia brasileira pode ser dividida

[14] Uma resenha de outros estudos sobre o investimento agregado no Brasil que confirmam a predominância da demanda como determinante se encontra em Santos *et al.* (2016).

em duas fases. Uma primeira, no período 2004–2010, na qual a rápida expansão dos gastos que não criaram capacidade para o setor privado foi puxada pelo governo (e em escala menor pelas exportações), que, de maneira inicialmente hesitante, chamou para si progressivamente a responsabilidade de estimular diretamente a demanda agregada diante de um cenário externo particularmente favorável (Serrano; Summa, 2012a; Santos, 2013). Esses estímulos incluíram aumentos substanciais dos gastos públicos e transferências sociais, redução dos juros e estímulos ao crédito para o consumo e construção civil e a política de valorização do salário mínimo.

Nesse primeiro período, cabe notar, o investimento em máquinas e equipamentos (privado e das empresas estatais) cresceu a taxas médias anuais bem mais altas (12,3%) que o PIB (4,5%), o que confirma o efeito acelerador sobre a taxa de investimento induzido de maiores taxas de crescimento da demanda agregada.

O segundo período, de 2011 a 2014, marca o início da desaceleração do crescimento da demanda efetiva na economia brasileira, no qual há uma mudança na orientação da política econômica, enquanto o governo abandona a direção anterior de estimular diretamente a demanda agregada doméstica e a expansão do mercado interno (num contexto em que as exportações já estavam desacelerando) e passa prioritariamente a fazer políticas para tentar incentivar o investimento privado e as exportações. Essas medidas começam com o ajuste fiscal “rudimentar”, com contenção do investimento público (descrito em Serrano e Summa, 2012b e 2015), subida da taxa de juros (posteriormente revertida e depois retomada) e políticas macroprudenciais de contenção de crédito, que deveriam controlar um suposto superaquecimento inicial da economia para que depois se abrisse espaço para a expansão do investimento e exportações através da desvalorização cambial e redução de algumas tarifas públicas, desoneração fiscal para aumentar a margem de lucros das empresas e estímulos a concessões privadas de serviços públicos e parcerias público-privadas para o investimento em infraestrutura.

Como resultado dessa mudança na direção da política econômica, num contexto de menor expansão da economia mundial, o crescimento médio anual do PIB se desacelera significativamente (2,1%) e o do investimento em máquinas e equipamentos (tanto no setor privado quanto em empresas estatais) previsivelmente cai muito mais e tem taxa de crescimento negativa (de -0,7% ao ano) no período como um todo.

É importante assinalar que, como vimos anteriormente, a parcela salarial foi crescendo ao longo de todo o período da “breve era de ouro”, enquanto a taxa de investimento inicialmente aumentou e depois se reduziu, acompanhando a taxa de crescimento da demanda.

Esses dados sobre o investimento vão totalmente de encontro à tese defendida por Shaikh (2017), que considera o que chamamos “breve era de ouro” no Brasil terminou porque, numa economia capitalista, a não ser em condições excepcionais, *toda vez* que os salários reais aumentarem mais do que a produtividade, o investimento privado se reduz.

Outra interpretação sobre um suposto efeito direto negativo da parcela dos lucros sobre a taxa realizada de lucros e o investimento foi apresentada por Marquetti, Hoff e Miebach (2016). Com clareza, já no resumo do artigo dizem:

O declínio da lucratividade quebrou a coalizão de classes constituída no governo Lula. A presidente Dilma Rousseff adotou uma serie de estímulos fiscais e incentivos creditícios para a acumulação de capital em um período de redução da taxa de lucro. O setor privado restringiu seus investimentos e a taxa de crescimento caiu substancialmente.

A evidência empírica não parece favorecer essa interpretação. Usando os próprios indicadores dos autores (Marquetti; Hoff; Miebach, 2016, p. 14, fig. 3), a taxa de lucro realizada cai desde 2006, e a taxa de acumulação só cai cinco anos depois (a partir de 2011). Além disso, entre 2014 e 2015 a taxa de lucro realizada aumenta e a taxa de acumulação continua em queda.

Outro estudo que argumenta que houve uma compressão de lucros no Brasil e que isso teve efeitos negativos diretos sobre o investimento é o de Martins e Rugitsky (2018). Mais uma vez, o problema empírico com o argumento dos autores é que estes não explicam como e por que o investimento das empresas cresceu durante muitos anos nos quais a parcela dos lucros (de acordo com as estimativas dos próprios autores) já estava sendo reduzida (Carvalho; Rugitsky, 2015).¹⁵

Muitos autores autodenominados novo-desenvolvimentistas também supõem que o investimento na economia brasileira é “liderado pelos lucros”, isto é, se reduzem quando a parcela salarial aumenta e a taxa de lucros (normal e realizada) se reduz (Bresser-Pereira, 2015). Para os novo-desenvolvimentistas, como se sabe, a questão central é a taxa de câmbio. Um longo período de valorização da taxa de câmbio real reduziria a rentabilidade dos investimentos nos setores produtores de bens comercializáveis (se supomos que nesses setores os preços internacionais são tomados como dados),¹⁶ e isso explicaria a desaceleração do investimento privado. Em termos empíricos, o problema com essa visão é que a taxa de investimento aumentou no período de valorização cambial e se reduziu no período em que a taxa real de câmbio voltou a se desvalorizar.¹⁷

No entanto, como vimos antes, em termos teóricos, não há bons motivos para se esperar que o investimento seja uma função direta do

[15] O fato já tinha sido reconhecido por Rugitsky e Carvalho (2015), que propõem, de forma um tanto *ad hoc*, que a relação entre investimento e distribuição funcional da renda no Brasil seria não linear.

[16] Existe também o argumento mais compatível com a noção de investimento induzido pela demanda de que a desvalorização cambial real aumentaria os mercados para nossos investidores ao baratear exportações e encarecer importações. Porém, não encontra apoio nos dados recentes da economia brasileira, em que os efeitos expansionistas da valorização cambial parecem ter predominado em relação aos possíveis efeitos sobre a competitividade (Serrano e Summa, 2015).

[17] Note-se que o estudo econômico de Santos *et al.* (2016) encontra evidências de que a taxa de câmbio tem um efeito *negativo* sobre o investimento (o contrário do que poderia se esperar se o investimento fosse função positiva da parcela ou taxa de lucros).

nível da parcela de lucros ou da taxa de lucros normal. O reconhecido fracasso da política de incentivos diretos ao investimento via desoneração fiscal, juros mais baixos e desvalorização cambial parece confirmar amplamente isso no caso do Brasil recente.

Finalmente, temos as interpretações baseadas na ideia de que a desaceleração do investimento foi resultado *direto* da oposição *política* ao governo (Carneiro, 2018).^{18, 19, 20, 21} Nessa linha, Singer considera que o que ele chama de “ensaio desenvolvimentista” (Medeiros, 2017)²² da presidente Dilma enfrentou uma reação política contrária muito forte, que teria culminado em uma “greve de investimentos” (Singer, 2015). Essa tese é baseada inteiramente no argumento de Streeck (2011) sobre Kalecki, discutido e criticado anteriormente, e a nosso ver só teria relevância numa situação de extrema instabilidade política e econômica. E, se as condições de rentabilidade tivessem ficado tão precárias a ponto de levar a tal colapso do investimento privado, provavelmente teríamos observado também *lockouts* generalizados e colapso da produção. A desaceleração do investimento das empresas que ocorreu no Brasil certamente não refletiu uma situação de instabilidade tão extrema, além de ter sido plenamente justificada pelo menor crescimento da demanda agregada.

A “POLÍTICA DA ESTAGNAÇÃO”

Ao longo do período 2004–2014 o empresariado foi deixando cada vez mais clara sua crescente insatisfação com os efeitos distributivos da “revolução indesejada” no mercado de trabalho descrita acima e com o conseqüente descontrole crescente relativo do aumento dos salários, descrito eufemisticamente como a “inflação de serviços”, com a suposta situação de “pleno emprego” e com a perda de “competitividade externa” das empresas e de suas margens de lucro, particularmente no setor industrial. A despeito da série de incentivos e desonerações fiscais pontuais depois de 2011, destinada a aumentar margens de lucro, o *contínuo* aumento dos salários reais acima do crescimento da produtividade, mesmo com a economia desacelerando, gerou cada vez mais desconforto nos meios empresariais e constrangimentos crescentes ao governo de um partido que tinha um genuíno e louvável compromisso com a inclusão social, mas ao mesmo tempo era geneticamente avesso a confrontação com a classe proprietária (Serrano; Melin, 2016; Teixeira; Dweck; Chernavsky, 2018).²³

Como vimos, a tendência de queda de rentabilidade não teve efeitos diretos negativos sobre o investimento das empresas. Também não parece haver evidências de uma reação direta da insatisfação política dos empresários cortando seus investimentos. A desaceleração do crescimento do investimento das empresas parece ter sido causada pela redução do crescimento da demanda agregada. A forte redução do

[18] Bem menos drástico, mas ainda parcialmente na mesma linha de uma explicação política *direta* para (parte) do investimento privado, Carneiro (2018), apesar de reconhecer que ao menos uma boa parte do investimento privado é induzido e que os incentivos econômicos diretos ao investimento fracassaram, argumenta que o que chama de investimento privado “autônomo”, particularmente em infraestrutura, não decolou, e que o fracasso do experimento desenvolvimentista ocorreu por dificuldades políticas.

[19] Parece-nos que essas dificuldades do investimento privado em infraestrutura estavam ligadas mais especificamente à falta de acordo sobre garantias de perspectivas de demanda e rentabilidade mínima para projetos e setores em que os investimentos têm alto risco mas grandes externalidades positivas, pois o governo não queria nem fazer o investimento público nem subsidiar o investimento privado para que as tarifas não ficassem altas e gerassem externalidades negativas para a economia.

[20] Dada essa postura peculiar do governo (acrescida dos solavancos na condução desse processo), um acordo, independente de aspectos políticos, nos parece mais uma impossibilidade lógica. E nunca é demais lembrar que a opção do governo Lula pelo investimento público via PAC em 2007 ocorreu depois do fracasso das tentativas de PPP em estimular o investimento em infraestrutura no período 2003–2006, período em que o conflito distributivo sequer havia aparecido (Serrano; Summa, 2015).

[21] Convém lembrar também que os mesmos conglomerados de construção e outros setores empresariais que supostamente boicotaram as PPPs por motivos políticos tanto no governo Lula como no governo Dilma participaram ativamente como empresas operadoras do PAC e dos investimentos das estatais.

[22] Para uma crítica à ideia de que as políticas do governo Dilma foram um ensaio ou experimento desenvolvimentista em oposição ao início de um recuo do limitado esforço nessa direção no segundo mandato do presidente Lula, ver Medeiros (2017).

[23] Teixeira, Dweck e Chernavsky (2018) argumentam que esse tipo

de oposição política a políticas econômicas progressistas explicaria o golpe parlamentar de 2016. Mas nos parece mais adequado não esquecer que a mudança de regime de política econômica acontece bem no início do segundo mandato da presidente Dilma, em 2015.

[24] Muitos defensores das políticas de 2015 dizem que a política fiscal não pode ser exclusivamente responsabilizada pela recessão, com o que nós concordamos. A contração geral reflete a combinação de forte ajuste fiscal, aumento do juros, diminuição do crédito público, desvalorização cambial e tarifação de preços públicos ao mesmo tempo, no contexto de rápida redução de investimento das estatais como resposta às denúncias da Operação Lava Jato, e seria responsável pela recessão no Brasil

investimento privado só vem depois que a política econômica muda e a demanda agregada se reduz. Como o crescimento da demanda, que já vinha se reduzindo desde 2011, chega a praticamente zero em 2014, o que em princípio deveria ter conduzido a políticas expansionistas e não contracionistas em 2015. No entanto, o efeito do conflito distributivo crescente foi o de gradualmente gerar consenso político sobre a necessidade de uma mudança na política econômica na direção oposta, de reduzir mais drasticamente o crescimento da demanda agregada e controlar o crescimento dos salários reais, gerando desemprego para enfraquecer o poder de barganha dos trabalhadores.

Em 2015 termina a “breve era de ouro” da economia brasileira, com a “contração geral contracionista”, na qual o governo Dilma se esforça com todos os seus instrumentos para contrair rapidamente a demanda agregada (Serrano; Melin, 2016).²⁴ As consequências são uma forte queda do PIB em 2015 (-3,9%) e o colapso do investimento em máquinas e equipamentos estatal e privado (-26%). O governo que assume depois do golpe parlamentar em 2016 aprofunda esse mesmo tipo de política econômica, obtendo os mesmos resultados (previsíveis) de queda do produto e da taxa de investimento.

A forte guinada do regime de política econômica em 2015 para políticas de austeridade foi justificada pelo governo por uma suposta necessidade imperiosa de fazer ajuste fiscal para cuidar da relação dívida pública bruta/PIB e satisfazer as agências internacionais de rating de crédito, que se reduzissem nossas notas levariam a um aumento substancial no spread de risco-país e a uma forte crise cambial. Tal interpretação, inventada por economistas do próprio governo Dilma para racionalizar por que se decidiu fazer o exato oposto do que foi prometido durante a campanha eleitoral, não tinha fundamento na realidade. No caso do Brasil, a nota de rating das agências tinha, como tendência, seguido e não liderado a evolução do spread de risco-país. E este último, como reflete a percepção do risco de o país (e não o governo) interromper seus pagamentos em moeda estrangeira (e não doméstica), depende basicamente de fatores internacionais e da situação geral da balança de pagamentos do país (e não da dívida pública denominada na moeda nacional). O risco não depende e não tem nenhuma relação causal sistemática com indicadores fiscais do Brasil. Além disso, é importante lembrar que as agências de rating estão longe de ser monopolistas dos fluxos de capital externo para o país, além de terem admitido que a situação das contas externas do país à época estava tranquila, com estoques confortáveis de reservas internacionais (sobre esse tema ver Serrano e Pimentel, 2017).

Porém, na verdade, o objetivo da mudança da política econômica foi gerar desemprego suficiente para parar o crescimento do salário real e criar um clima favorável ao início de reformas que reduzem direi-

tos sociais e trabalhistas de forma a reduzir permanentemente o poder de barganha dos trabalhadores. Nesse sentido, a política econômica tem sido muito bem-sucedida apesar da instabilidade gerada pela mudança de governo ocorrida em 2016.

Creemos, assim, que a guinada neoliberal na política econômica em 2015 teve outras razões, mais ligadas às consequências da “revolução indesejada” no mercado de trabalho, descrita na segunda seção. Ou seja, parece que ocorreu na “breve era de ouro” brasileira algo em parte similar ao ocorrido ao final da longa era de ouro dos países centrais: uma reação política ao acirramento do conflito distributivo, que acabou levando à adoção de políticas de austeridade. No caso específico do Brasil recente, o acirramento do conflito nos parece ter sido causado pela “revolução indesejada” no mercado de trabalho. Além disso, houve a diferença de que os capitalistas daqui contaram com o apoio dos assalariados de maior renda, revoltados com a redução da desigualdade salarial e o custo crescente do trabalho nos serviços domésticos.

Como vimos, uma das coisas que os capitalistas “não fazem como classe” é reduzir investimentos se suas margens e taxas de lucro se reduzem por conta do aumento dos salários reais. Mas uma das coisas que certamente fazem como classe é pressionar politicamente o governo para paralisar e, se possível, reverter políticas econômicas progressistas que geram efeitos distributivos e sociais indesejados (ver Serrano e Melin, 2016 e Calixtre e Fagnani, 2018).

FRANKLIN SERRANO é professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE-UFRJ). Responsável pelos argumentos principais do artigo e por sua redação.

RICARDO SUMMA é professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE-UFRJ) e pesquisador bolsista PQ do CNPq. Corresponsável pelos argumentos principais do artigo e por sua redação.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Amitrano, Claudio Roberto. “Considerações sobre o mercado de trabalho no Brasil”. In: Corrêa, Vanessa Petrelli (Org.). *Padrão de acumulação e desenvolvimento brasileiro*. São Paulo: Ed. Fundação Perseu Abramo, 2013.
- Avancini, Daniel Paulon; Freitas, Fábio N. P.; Braga, Julia de Medeiros. “Investimento e crescimento liderado pela demanda: um estudo para o caso brasileiro com base no modelo do supermultiplicador sraffiano”. Encontro Nacional de Economia, 43º, 2015, Florianópolis. *Anais...* Florianópolis: Anpec, 2015.
- Braga, Julia de Medeiros. “Investment Rate, Growth and Accelerator Effect in the Supermultiplier Model: The Case of Brazil”. *Textos para Discussão*, Rio de Janeiro, UFF, n. 332, 2018.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos. “The Access to Demand”. *Brazilian Keynesian Review*, v. 1, n. 1, pp. 35–43, 2015.
- Calixtre, André; Fagnani, Eduardo. “A política social nos limites do experimento desenvolvimentista”. In: Carneiro, Ricardo; Baltar, Paulo; Sarti, Fernando (Orgs.). *Para além da política econômica*. São Paulo: Ed. Unesp, 2018. pp. 327–364.
- Camargo, José Márcio; Ramos, Carlos Alberto. *A revolução indesejada: conflito distributivo e mercado de trabalho*. Rio de Janeiro: Campus, 1988.
- Carneiro, Ricardo. “Navegando a contravento: uma reflexão sobre o experimento desenvolvimentista do governo Dilma Rousseff”. In: Carneiro, Ricardo; Baltar, Paulo; Sarti, Fernando (Orgs.). *Para além da política econômica*. São Paulo: Ed. Unesp, 2018. pp. 11–54.
- Carvalho, Laura; Rugitsky, Fernando. “Growth and Distribution in Brazil in the 21st Century: Revisiting the Wage-led Versus Profit-led Debate”. In: Encontro Nacional de Economia, 43º, 2015, Florianópolis. Florianópolis: Anpec, 2015.

Recebido para publicação em 25 de junho de 2018.

Aprovado para publicação em 28 de julho de 2018.

NOVOS ESTUDOS

CEBRAP

111, mai.–ago. 2018

pp. 175-189

- Cavaleri, Tiziano; Garegnani, Pierangelo; Lucii, Mary. "Full Employment and the Left". In: Bini, Piero; Tusset, Gianfranco (Orgs.). *Theory and Practice of Economic Policy: Tradition and Change. Selected Papers from the 9th Aispe Conference*. Milão: Franco Angeli, 2008. pp. 334–345.
- Cesaratto, Sergio. "Neo-Kaleckian and Sraffian Controversies on the Theory of Accumulation". *Review of Political Economy*, v. 27, n. 2, pp. 154–182, 2015.
- Garegnani, Pierangelo. "Some Notes for an Analysis of Accumulation". In: Halevi, Joseph; Laibman, David; Nell, Edward J. (Orgs.). *Beyond the Steady State: A Revival of Growth Theory*. Nova York: St Martin's Press, 1992. pp. 47–71.
- _____. "The Problem of Effective Demand in Italian Economic Development: On the Factors that Determine the Volume of Investment". *Review of Political Economy*, v. 27, n. 2, pp. 111–133, 2015.
- Garrido Moreira, Vivian; Serrano, Franklin. "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, 2018.
- Kalecki, Michal. "Political Aspects of Full Employment". *The Political Quarterly*, v. 14, n. 4, pp. 322–330, 1943.
- _____. "O problema da demanda efetiva em Tugan-Baranovski e Rosa Luxemburgo". In: _____. *Crescimento e ciclo das economias capitalistas*. São Paulo: Hucitec, 1977.
- Marquetti, Adalmir Antonio; Hoff, Cecília Rutkoski; Miebach, Alessandro Donadio. "Lucratividade e distribuição: a origem econômica da crise política brasileira". Mimeo, 2016.
- Martins, Guilherme Klein; Rugitsky, Fernando. "The Commodities Boom and the Profit Squeeze: Output and Profit Cycles in Brazil (1996–2016)". *Working Paper Series*, FEA–USP, n. 9, 2018.
- Medeiros, Carlos Aguiar de. *Inserção externa, crescimento e padrões de consumo na economia brasileira*. Brasília: Ipea, 2015.
- _____. "A economia brasileira no novo milênio: continuidade e mudanças nas estratégias de desenvolvimento". *Revista de Economia Contemporânea*, v. 21, n. 2, 2017.
- Miguez, Thiago de Holanda Lima. "Evolução da formação bruta de capital fixo na economia brasileira 2000–2013: uma análise multisetorial com base nas matrizes de absorção de investimento (MAIs)". Tese (doutorado). Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2016.
- Pariboni, Riccardo. "Autonomous Demand and the Marglin-Bhaduri Model: A Note". *Review of Keynesian Economics*, v. 4, n. 4, pp. 409–428, 2016.
- Petri, Fabio. "Critical Notes on Kalecki's Theory of Investment". In: Mongiovi, Gary; Rühl, Christof (Orgs.). *Macroeconomic Theory: Diversity and Convergence*. Aldershot: Edward Elgar, 1993. pp. 189–207.
- Santos, Cláudio Hamilton Matos dos. "Notas sobre as dinâmicas relacionadas do consumo das famílias, da formação bruta de capital fixo e das finanças públicas brasileiras no período 2004–2012". In: Corrêa, Vanessa Petrelli (Org.). *Padrão de acumulação e desenvolvimento brasileiro*. São Paulo: Ed. Fundação Perseu Abramo, 2013. pp. 181–241.
- Santos, Cláudio H. M dos et al. "Revisitando a dinâmica trimestral do investimento no Brasil: 1996–2012". *Revista de Economia Política*, v. 36, n. 1, pp. 190–213, 2016.
- Saramago, Hugo Araujo; Freitas, Fabio Neves P. de; Medeiros, Carlos Aguiar de. "Distribuição funcional da renda: aspectos conceituais e metodológicos e uma análise de decomposição para a parcela salarial no Brasil (1995–2015)". Encontro Nacional de Economia Política, 23º, 2018, Niterói. *Anais...* Niterói: SEP, 2018.
- Serrano, Franklin. *A teoria dos preços de produção e o princípio da demanda efetiva*. Dissertação (mestrado). Instituto de Economia Industrial, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1988.
- _____. *The Sraffian Supermultiplier*. Tese (PhD). Faculty of Economics and Politics, Cambridge University, Cambridge, 1995.
- _____. "Acumulação e gasto improdutivo na economia do desenvolvimento". In: Fiori, José Luís; Medeiros, Carlos. (Orgs.). *Polarização mundial e crescimento*. Petrópolis: Vozes, 2001. pp. 135–164.
- _____. "Relações de poder e a política macroeconômica americana, de Bretton Woods ao padrão dólar flexível". In: _____. *O poder americano*. Petrópolis: Vozes, 2004. pp. 179–222.
- Serrano, Franklin; Freitas, Fabio. "The Sraffian Supermultiplier as an Alternative Closure for Heterodox Growth Theory". *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, v. 14, n. 1, pp. 70–91, 2017.
- Serrano, Franklin; Melin, Luiz Eduardo. "Aspetti politici della disoccupazione: la svolta neoliberalista in Brasile". *Critica Marxista*, n. 1, 2016.
- Serrano, Franklin; Summa Ricardo. "Macroeconomic Policy, Growth and Income Distribution in the Brazilian Economy in the 2000s". *Investigación Económica*, v. 71, n. 282, pp. 55–92, 2012a.
- _____. "A desaceleração rudimentar da economia brasileira desde 2011". *Oikos*, v. 11, n. 2, pp. 166–202, 2012b.
- _____. "Aggregate Demand and the Slowdown of Brazilian Economic Growth in 2011–2014". *Nova Economia*, v. 25, n. especial, pp. 803–833, 2015.
- Serrano, Franklin; Pimentel, Kaio. "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, 2017.
- Shaikh, Anwar. "Successful Macroeconomic Stimulus". *Policy Brief*, Progressive Economics Group, n. 11, 2017.
- Singer, André. "Cutucando onças com varas curtas". *Novos Estudos—Cebrap*, n. 102, pp. 39–67, 2015.
- Steindl, Josef. *Maturidade e estagnação no capitalismo americano*. São Paulo: Abril Cultural, 1983. (Os economistas).
- Streck, Wolfgang. "The Crises of Democratic Capitalism". *New Left Review*, n. 71, pp. 5–29, 2011.
- Summa, Ricardo; Serrano, Franklin. "Distribution and Conflict Inflation in Brazil under Inflation Targeting, 1999–2014". *Review of Radical Political Economics*, no prelo.
- Teixeira, Rodrigo Alves; Dweck, Esther; Chernavsky, Emílio. "A economia política da política fiscal e o processo de impeachment". Encontro Nacional de Economia Política, 23º, 2018, Niterói. *Anais...* Niterói: SEP, 2018.