

## O Mito da Contração Fiscal Expansionista nos EUA Durante o Governo Clinton

Julia Braga \*

Franklin Serrano\*

**RESUMO:** Neste trabalho procuramos mostrar, numa perspectiva Sraffiana, que a tese de que teria havido uma bem sucedida contração fiscal expansionista nos EUA derivado do ajuste fiscal feito pelo governo Clinton a partir de 1993 não passa de um mito. Nem o ajuste fiscal reduziu diretamente os juros nem a queda dos juros aumentou diretamente o investimento produtivo. Longe de ser uma consequência automática do ganho de “credibilidade” obtido pelo ajuste fiscal, a recuperação e o prolongado período de crescimento foram frutos do viés expansionista da política monetária.

**ABSTRACT** In this paper we try to show, from a Sraffian perspective, that the thesis according to which an expansionary fiscal contraction resulted from the US fiscal adjustment started in 1993 by government Clinton is a myth. Neither fiscal consolidation directly reduced interest rates, nor interest rate reduction directly increased productive investment. Instead of being an automatic consequence of the credibility gains obtained from the fiscal consolidation, the recovery and prolonged growth of the U.S. economy in the 1990s were a result of the expansionary bias of the monetary policy.

### I. INTRODUÇÃO

O crescimento da economia norte americana durante os anos 1990 foi acompanhado de uma peculiar composição da demanda agregada; a participação dos gastos públicos na demanda agregada foi decrescente enquanto que a proporção das exportações e dos gastos privados em consumo e investimento no total aumentaram. Este padrão de crescimento dos gastos combinados com o aumento da carga tributária e forte crescimento da propensão a importar levaram a superávits do setor público e a um crescente déficit externo em conta corrente.

Uma interpretação muito particular da experiência americana deste período é a de que teria ocorrido uma inédita e bem sucedida ‘contração fiscal expansionista’ durante o primeiro mandato do presidente Bill Clinton. Esta interpretação da experiência americana nos anos 1990 teve um efeito político e ideológico importante de caracterizar os “New Democrats” de Clinton nos EUA como um grupo de políticos que, apesar de situados à

---

\* Instituto de Economia da UFRJ.

## X Encontro Nacional de Economia Política

‘esquerda’ dos Republicanos, teriam um forte compromisso com a ‘responsabilidade fiscal’. O sucesso político dos New Democrats está na origem das idéias da chamada ‘Terceira Via’ de Tony Blair na Inglaterra e dos social-democratas e demais esquerdistas reformados em todo o mundo, inclusive nos países “emergentes”.

Além disso, nos meios acadêmicos americanos esta interpretação do experimento de Clinton acabou por popularizar bastante a idéia de que contrações fiscais, em vez de recessivas pelos seus efeitos usuais de reduzir a demanda efetiva, poderiam ser expansionistas e acelerar o crescimento econômico. Alan Blinder(1997) ao fazer uma curta lista de princípios gerais de macroeconomia que supostamente todos concordariam e deveriam ensinar inclui também a idéia da possibilidade de “contração fiscal expansionista” e admite que a único caso concreto onde aparentemente algo deste tipo ocorreu teria sido durante o governo Clinton (ver seção II abaixo). Stiglitz (2003), também afirma que a redução do déficit público resultou em taxas de juros mais baixas, detonando o início da recuperação do crédito e da economia. Stiglitz (2003, p.49) ressalta ainda a importância que o episódio da ‘contração fiscal expansionista’ bem sucedida nos EUA teve no sentido de fazer o governo americano levar o FMI a impor políticas semelhantes para outros países em recessão particularmente na Ásia e na América Latina, com efeitos desastrosos nestes outros casos.

Neste trabalho vamos tentar mostrar que, a despeito da popularidade desta interpretação entre economistas que trabalharam no governo americano durante a administração Clinton –como Alan Blinder, Janet Yellen e Joe Stiglitz<sup>1</sup>– não há fundamentação empírica para a tese de que a contração fiscal ocorrida nos EUA neste período teria sido expansionista. Além disso, vamos fornecer elementos para uma visão alternativa para explicar o crescimento americano na década de 90, que consideramos ser logicamente consistente e muito mais coerente com os fatos.

Como veremos abaixo os defensores da tese da “contração fiscal expansionista” de Clinton seguem explícita ou implicitamente a teoria neoclássica, onde a taxa de juros é

---

<sup>1</sup> Alan S. Blinder fez parte do Council of Economic Advisers original do presidente Clinton e entre 1994 até 1996 foi vice presidente do Federal Reserve Board. Janet L. Yellen foi *governor* do Federal Reserve entre 1994 e 1997 e presidiu o Council of Economic Advisers entre 1997 e 1999. Joseph E. Stiglitz foi membro e depois presidente do Council of Economic Advisers entre 1993 e 1997.

## X Encontro Nacional de Economia Política

determinada pela poupança potencial de pleno emprego e o crescimento é liderado pela oferta agregada. A esta visão vamos contrapor nossa interpretação que segue uma abordagem sraffiana-keynesiana, onde: a) a taxa de juros de curto prazo é exogenamente determinada pelo banco central (Pivetti, 2001); b) a taxa de juros de longo prazo tende a acompanhar a trajetória da taxa de curto prazo (Serrano, 2004) e c) mesmo a longo prazo o crescimento é liderado pela demanda efetiva, em particular pela evolução dos gastos autônomos que não criam capacidade produtiva, através do mecanismo do supermultiplicador (Serrano, 2001a e Cesaratto, Serrano & Stirati, 2003).

O restante deste trabalho está organizado em três seções<sup>2</sup>. Na seção II expomos e criticamos o primeiro aspecto do argumento da “contração fiscal expansionista” que é a suposta relação entre queda do déficit público e redução da taxa de juros. Na seção III fazemos a crítica ao segundo aspecto do argumento da contração fiscal expansionista que é a relação direta entre queda da taxa de juros e aumento do investimento. Na seção IV examinamos como a política monetária, ao estimular o crescimento da demanda final, levou ao crescimento da capacidade produtiva através investimento induzido pelo supermultiplicador. A seção V conclui o trabalho com breves observações finais.

### II. A REDUÇÃO DO DÉFICIT E A QUEDA DA TAXA DE JUROS

A participação dos gastos do governo como proporção da demanda agregada nos EUA nos anos 1990, como mostra o gráfico 1<sup>3</sup>, diminuiu até 2000 enquanto que a participação dos gastos privados (consumo mais investimento) aumentou. Por seu lado, as exportações seguiram a tendência de aumento que já havia iniciado na década de 70.

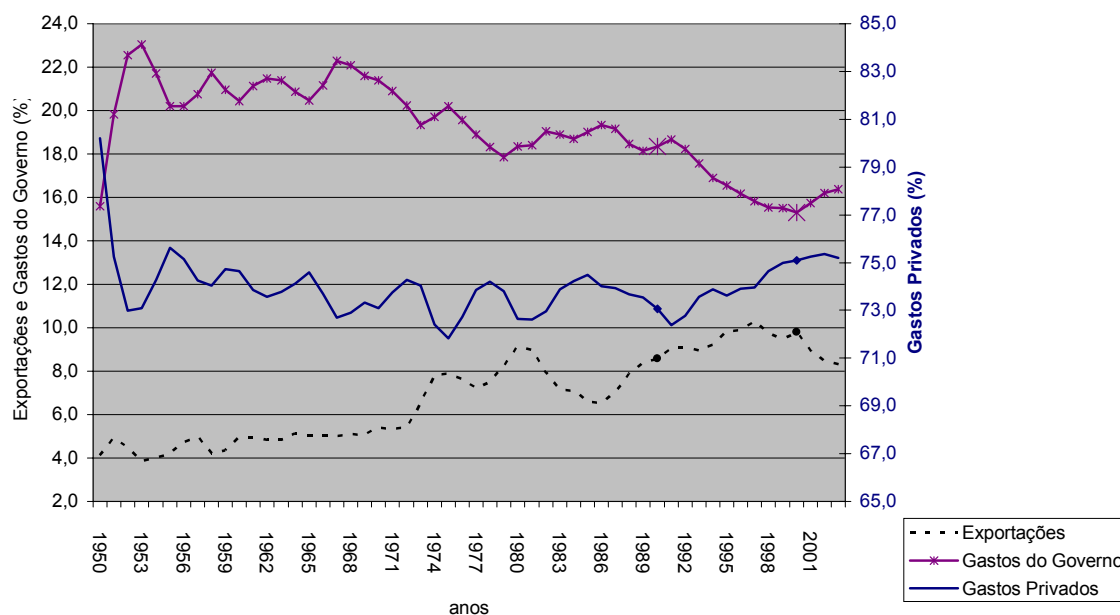
---

<sup>2</sup> Os dados deste trabalho vem das seguintes fontes: Dados de contas nacionais, poupança do governo e deflator implícito do PIB: *Bureau of Economic Analysis* (U.S. Department of Commerce) <http://www.bea.doc.gov/bea/dn/nipaweb/index.asp>. Dados de taxa de juros de curto e longo prazo: *International Financial Statistics Online* –IMF. <http://ifs.apdi.net/imf/>.

<sup>3</sup> Os anos de 1990 e 2000 estão ressaltados por pontos em cada série.

## X Encontro Nacional de Economia Política

Gráfico 1: Participações na Demanda Agregada



Do ponto de vista dos saldos financeiros setoriais isso significou uma diminuição do déficit público até se tornar superávit em 1998, enquanto que o superávit privado diminuiu até virar déficit no mesmo ano. Além disso, apesar do crescimento das exportações, uma crescente parte da demanda agregada foi atendida pelas importações, de forma que a balança comercial e, mais geralmente, a conta corrente foram crescentemente deficitárias em toda a década (para dados sobre estes saldos ver Godley & Izurieta, 2004).

Os macroeconomistas neoclássicos interpretam esse padrão de crescimento peculiar como um resultado da chamada “contração fiscal expansionista”. Tal contração teria induzido a uma mudança na composição da demanda agregada favorável ao crescimento do produto. O argumento é que a diminuição do déficit público teria permitido a diminuição da taxa de juros que por sua vez teria aumentado o investimento privado. Portanto, o aparecimento do déficit no setor privado seria uma consequência da diminuição do efeito *crowding out* do déficit governamental.

A taxa de juros a que se refere o argumento não é a de curto prazo, que todos aceitam ser determinada por fatores monetários e na prática controlada diretamente pelo banco central. A taxa de juros relevante é a chamada taxa de juros “natural” ou “neutra”,

## X Encontro Nacional de Economia Política

aquela que equilibraria a poupança potencial de pleno emprego e o investimento da economia.<sup>4</sup>

O fundamento teórico do argumento é a teoria neoclássica dos fundos emprestáveis. Isto é, como o produto da economia é dado pela dotação de fatores e pela função de produção, o déficit do governo financiado pela emissão de títulos compete com o investimento privado pela poupança, isto é, os fundos emprestáveis disponíveis na economia. Dessa forma, uma diminuição do déficit público aumentaria a poupança potencial da economia. A demanda por fundos emprestáveis diminui e surge um excesso de oferta do capital a aquela taxa de juros. Isso leva a uma diminuição da taxa natural de juros. Como o investimento é considerado altamente elástico em relação à taxa de juros, o resultado é um aumento dos investimentos privados, através da adoção de uma cesta de bens e métodos de produção mais intensivos em capital.

Repare que pelo lado da demanda agregada a única coisa que acontece é uma mudança na sua composição, com a substituição do gasto público pelo investimento privado sem haver mudança no seu nível agregado. Dessa forma a explicação para o crescimento do produto só pode ser dada pelo lado da oferta. O que acontece é o chamado *capital deepening*, isto é, um aumento do capital por unidade de produto e por unidade de trabalho o que, dentro do arcabouço neoclássico, faz expandir o produto potencial.<sup>5</sup>

Existe uma primeira hipótese arbitrária implícita neste argumento que é a de que o investimento privado gera um aumento da capacidade produtiva da economia e o gasto público não. Na realidade, nestas análises o gasto público é tratado como se fosse constituído somente de consumo. Podemos então identificar de saída no argumento da “contração fiscal expansionista” uma boa dose da ideologia do mercado, já que mesmo a teoria neoclássica reconhece a importância do investimento em bens públicos, infraestrutura ou gastos em saúde pública ou educação, por exemplo, na geração de externalidades positivas para a economia. Não existe nada na teoria que dê suporte à idéia

---

<sup>4</sup> Sobre a taxa de juros “neutra” ou “natural”, que seria capaz de estabilizar a taxa de inflação, ver Blinder (1999).

<sup>5</sup> Estamos expondo aqui o argumento da contração fiscal expansionista que os economistas do governo Clinton utilizaram para justificar tal política (ver Blinder e Yellen, 2001). Existem diversos outros argumentos para justificar tal idéia resumidos em Barba (2001) porém neste trabalho nos interessa somente os que supostamente seriam aplicáveis a experiência dos EUA nos anos 1990.

## X Encontro Nacional de Economia Política

que o gasto público não possa melhorar a função de produção e as condições em que o setor privado opera.<sup>6</sup>

Passemos agora à crítica empírica<sup>7</sup> do primeiro dos elo da cadeia de causalidade do argumento da “contração fiscal expansionista”, que relaciona a queda da taxa de juros à redução do déficit público.

Para Blinder & Yellen (2001) o motivo pelo qual a contração fiscal diminuiu a taxa de juros de longo prazo em 1993 foi a percepção por parte dos operadores do mercado da seriedade da proposta do governo em diminuir o déficit público. "The 1993 budget agreement galvanized the bond market, and the thirty-year bond rate plummeted by more than 160 basis points from Election Day 1992 to October 1993. While no one can ever be sure why markets react the way they do, the view that the bond market rally should be attributed to the market's approval of the Clinton plan is buttressed by *several facts*" (Blinder & Yellen, 2001, p. 17, grifo nosso).

Entre as razões para a diminuição da taxa de longo prazo, os autores apontam o fato da proposta não conter uma meta para o déficit, algo que o Congresso não pode controlar, e sim uma meta para as despesas que o Congresso maneja e para a carga tributária. O governo se fez supostamente crível também por aumentar impostos, principalmente das classes de renda mais altas, de bens que agridem o meio ambiente e até do que é considerado politicamente difícil, como a seguridade social. Além disso, segundo os autores, o governo tratou com clareza a contabilidade dos gastos e receitas públicas.

Apesar de enfatizar o papel das expectativas dos agentes e da credibilidade da proposta da política fiscal, note que, na visão de Blinder & Yellen (2001), o que determinou a queda da taxa de juros de longo prazo foi a própria diminuição do déficit público.<sup>8</sup> O que os autores se questionam é a razão da queda da taxa ter sido tão rápida cuja explicação seria

---

<sup>6</sup> Pelo próprio conceito de poupança, basear-se na teoria dos fundos emprestáveis só faz sentido se for considerado somente o gasto do governo em consumo na contabilidade do déficit público.

<sup>7</sup> Para uma discussão das críticas teóricas do argumento de que a poupança potencial determina o investimento ver Serrano (2001b) e Serrano (2000).

<sup>8</sup> O autor se baseia parcialmente na teoria da estrutura à termo da taxa de juros. Repare que nessa teoria, o que vai influenciar a taxa de juros de longo prazo é a expectativa de redução (ou aumento) do déficit público. Portanto podemos interpretá-la como uma adaptação da teoria dos fundos emprestáveis, que inclui a demanda por ativos financeiros com diferentes graus de liquidez e introduz as expectativas dos agentes como algo que influencia as variáveis de curto prazo.

## X Encontro Nacional de Economia Política

o efeito sobre a expectativa dos operadores do mercado de uma política fiscal restritiva crível.

Stiglitz (2003, p.29-55) também argumenta que a estratégia de redução do déficit público de Clinton foi bem sucedida porque os mercados acreditaram que o ajuste fiscal desta vez era para valer e reduziram as taxas de juros de longo prazo. Também em Stiglitz & Greenwald (2003, p.282), curiosamente num livro que se propõe a apresentar um novo paradigma heterodoxo de economia monetária, lemos que: “The 1993 deficit reduction, which barely made it through Congress, resulted in lower interest rates, and higher prices of long-term bonds.” “...” “Subsequently, with the 1993 deficit reduction and the lowered inflationary expectations, interest rates declined”.

Por outro lado, Alan Blinder apesar de defender a teoria da contração fiscal expansionista admite sua pouca corroboração empírica: "Yet the notion that what used to be called ‘contractionary fiscal policies’ may in fact be expansionary is fast becoming part of the conventional policy wisdom, mostly on the basis of a *single observation*: the success of the Clinton budget plan in 1993" (Blinder 1997, p. 242 grifo nosso). Mas o autor não se mostra muito convicto de que isso tenha acontecido nem mesmo em 1993: "Until I saw it happen – or at least *think* I saw it happen – in 1993, I knew of no evidence that what worked in principle would actually work in practice" (Blinder, 1997, p. 242 grifo no original).

Embora prefiram o argumento da credibilidade da contração fiscal, os próprios Blinder & Yellen (2001, p.21/22) descrevem uma possível visão alternativa para explicar a queda da taxa de juros de longo prazo. O argumento é que os operadores do mercado perceberam que o Fed operaria a política monetária fixando a taxa de juros de curto prazo no futuro de forma a compensar os efeitos deletérios do aumento dos impostos e da diminuição dos gastos públicos sobre a demanda agregada.

Essa seria uma explicação plausível e coerente com nossa visão heterodoxa de que a taxa de juros de curto prazo é exogenamente determinada pelo Fed enquanto que, por causa

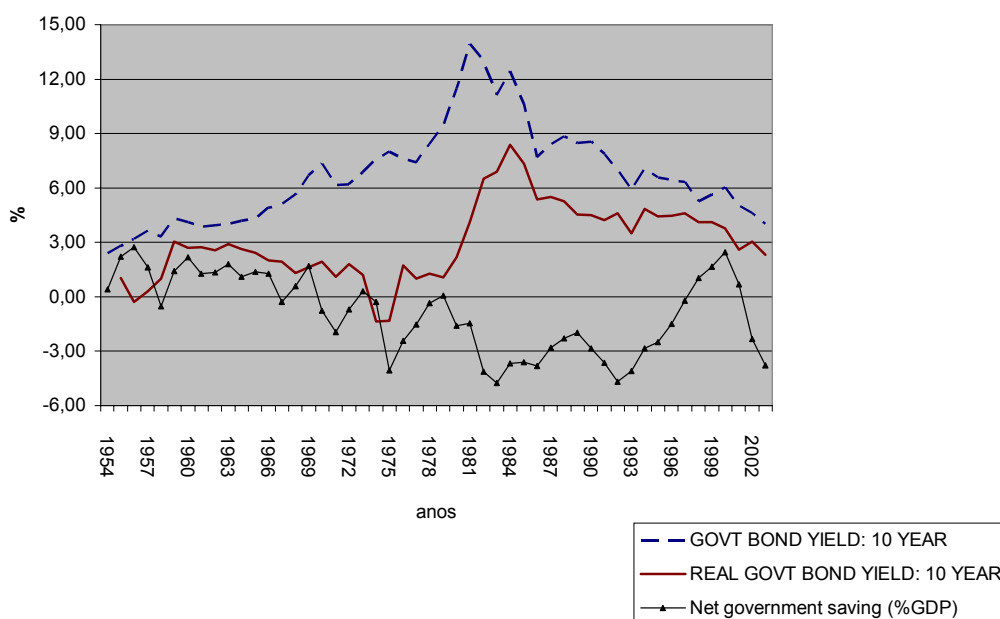
## X Encontro Nacional de Economia Política

da arbitragem, a taxa de juros de longo prazo é inteiramente determinada pelas expectativas do mercado de qual será a evolução futura da própria taxa de juros do Fed.<sup>9</sup>

Assim, mesmo períodos que supostamente poderiam corroborar a teoria da contração fiscal expansionista poderiam decorrer (conforme a possibilidade admitida acima por Blinder & Yellen) simplesmente do fato de que, dado o compromisso do governo de evitar um crescimento explosivo do desemprego, muitas vezes nos EUA a política monetária pode atuar compensando o efeito da política fiscal.

No entanto, não parece ser necessário discutir a fundo interpretações alternativas para fatos que não chegaram sequer a ocorrer. Na realidade, o que os dados sobre a economia americana mostram (ver gráfico 2) é que não existe nenhuma relação sistemática entre déficit público e taxa de juros de longo prazo (seja nominal ou real). No período mais recente, no início do novo século, por exemplo, quando o superávit público diminuiu até se tornar novamente déficit vemos que a taxa de juros continuou a diminuir em vez de aumentar, como seria predito pela teoria dos fundos emprestáveis.

Gráfico 2: Poupança do Governo e Taxa de Juros de Longo Prazo



\* Taxa de juros deflacionada pelo deflator implícito do PIB.

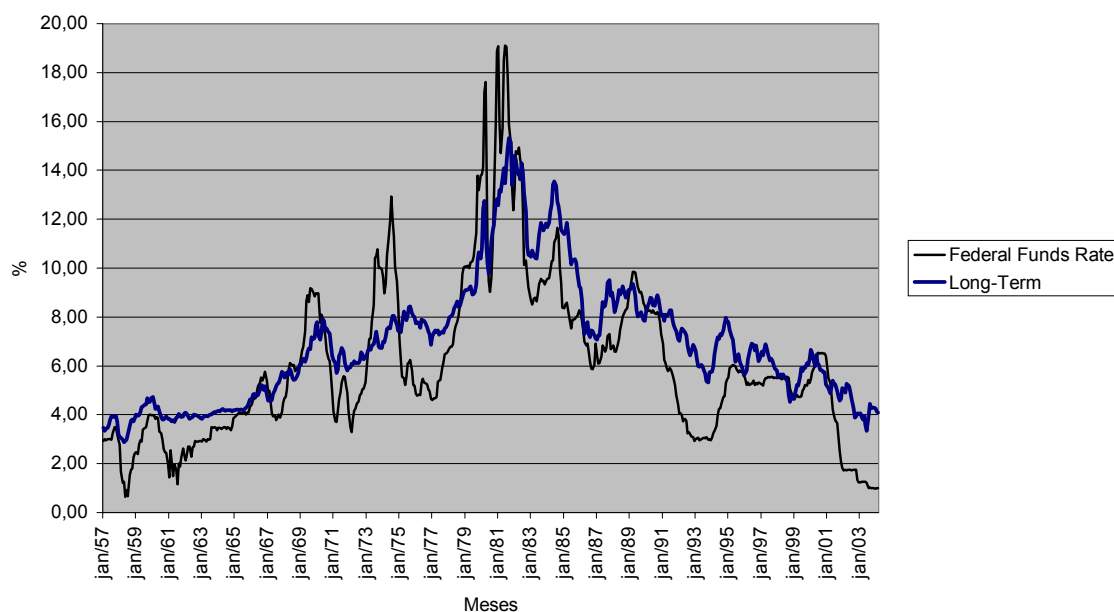
<sup>9</sup> Ver Serrano (2002b, 2004). Repare que a diferença da nossa visão em relação à chamada teoria da estrutura a termo da taxa de juros é que na nossa visão não há nenhuma relação entre taxa de juros e déficit público ou poupança potencial.



## X Encontro Nacional de Economia Política

Por outro lado, os dados da economia americana mostram que a taxa de juros de longo prazo sempre tende a acompanhar – com defasagens em certos períodos e se adiantando em outros - a evolução da taxa de curto prazo fixada diretamente pelo Fed. No gráfico 3, colocamos a relação entre a taxa de juros de curto e longo prazo desde 1957, mostrando a forte relação entre essas duas variáveis em contraposição com a falta de relação entre a taxa de juros de longo prazo e o superávit público mostrada no gráfico 2.

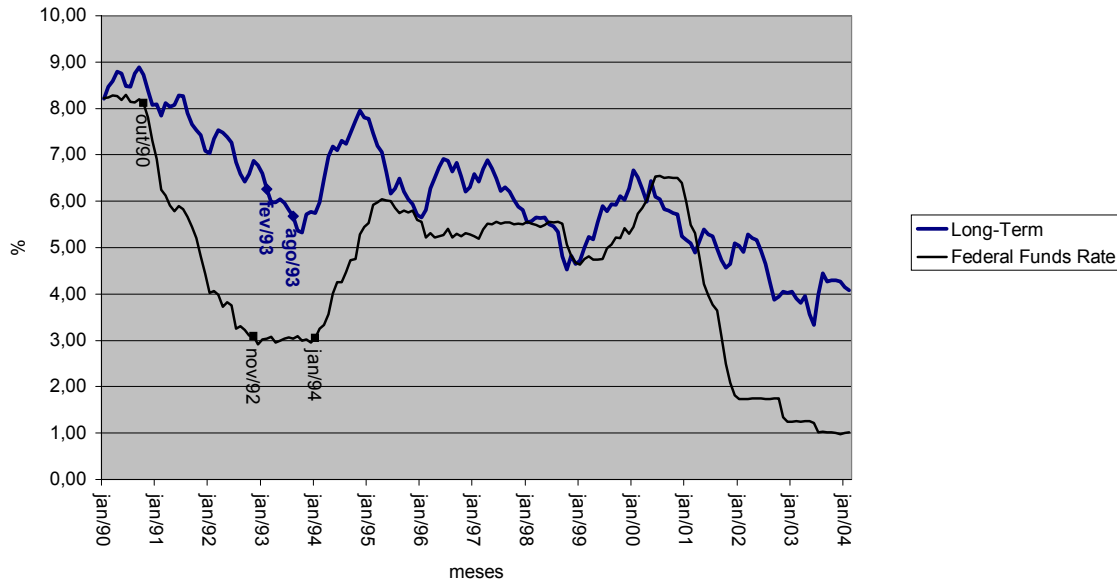
Gráfico 3: Taxa de Juros de Curto e de Longo Prazo



Olhando em mais detalhe o comportamento das taxas de juros nos anos noventa (gráfico 4) percebemos que a interpretação da “contração fiscal expansionista” é completamente inconsistente com os fatos.

## X Encontro Nacional de Economia Política

Gráfico 4: Taxa de Juros de Curto e de Longo Prazo na década de 90  
(Detalhe do Gráfico 3)



O argumento dessa interpretação requereria que a taxa de juros de longo prazo caísse substancialmente ou logo depois do anúncio da nova política fiscal, que se deu em Fevereiro de 1993, ou então, de forma um pouco menos implausível, logo depois de sua aprovação pelo Congresso em Agosto de 1993. No entanto, como mostra o gráfico 4, a taxa de juros de curto prazo já estava em queda desde o final de 1990, passando de 8% para 6% em meados de 1991 e 4,5% no final de 1991. Em Novembro de 1992, o mês da eleição de Clinton, a taxa de curto prazo (nominal) já estava muito próxima a 3% permanecendo nesse patamar até o início de 1994.

A taxa de juros de longo prazo acompanhou essa trajetória de queda da taxa de juros de curto prazo desde o início de 1991. Como o presidente Clinton só foi eleito em Novembro de 1992 é evidentemente impossível que a trajetória de queda da taxa de juros de longo prazo tenha qualquer coisa a ver com sua política fiscal de 1993.

Em Stiglitz and Greenwald (2003, p. 277) a vontade dos autores de creditar à redução do déficit a recuperação da economia é tamanha que os autores parecem se confundir com as datas quando se referem à recuperação de 1993 (“... the strong recovery that began in 1993....”) quando esta de fato ocorreu em 1992 (a taxa de crescimento real do PIB foi sequencialmente de -0,2%, 3,3% e 2,7% em 1991, 1992 e 1993 e a taxa de crescimento do investimento passou de negativa em 1991 para positiva em 1992). Por outro

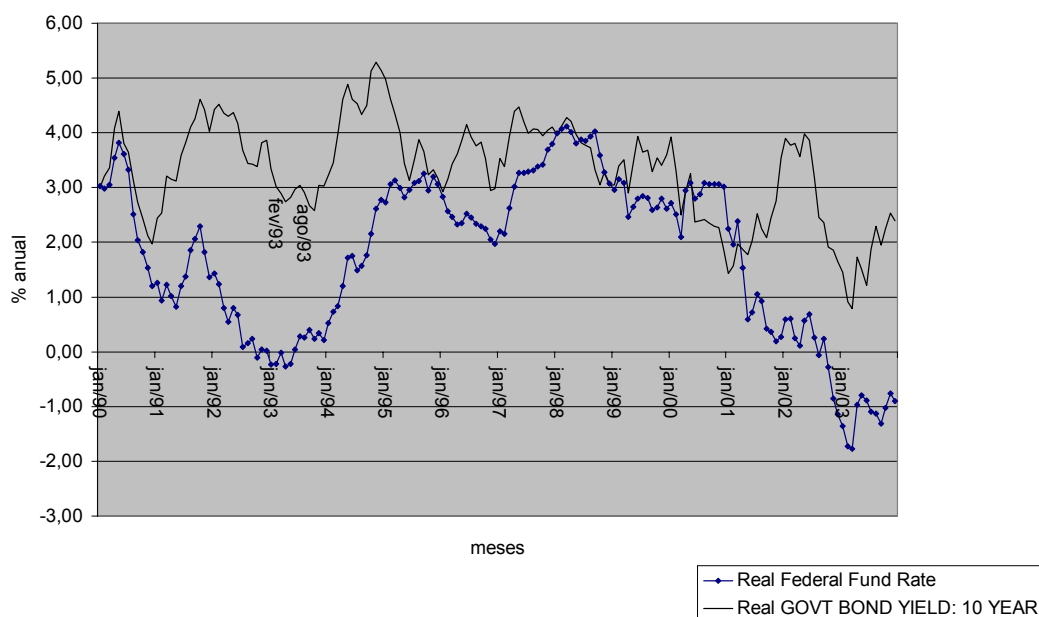
## X Encontro Nacional de Economia Política

lado em Stiglitz (2003) o autor não parece tão seguro que isto tenha ocorrido: “But interest rates would have fallen anyway. *They were falling even before Clinton took office.* The forces taming inflation –weaker unions, increased international competition, increasing productivity—were already at play, and it was the lower inflation as well as the deficit reduction that lowered long-term interest rates” (grifo nosso).

Se perguntando se o declínio da taxa de juros nominal de longo prazo foi uma causa da diminuição da taxa de juros real ou da queda das expectativas de inflação Blinder e Yellen afirmam: “While no one can ever be sure, we are inclined to attribute most of the lower nominal rates to falling real rates” (Blinder e Yellen, 2001 p. 18). Mesmo levando em conta as dificuldades de se medir a taxa natural de juros, que é definida como a taxa nominal descontada da expectativa de inflação futura, vemos que o comportamento da taxa real de juros de longo prazo (quando deflacionamos a taxa nominal pelo deflator implícito do PIB do mesmo período) não dá suporte a afirmação dos autores. Além disso, a taxa de juros real de longo prazo teve oscilações temporárias (numa faixa de 3% a 5%) mas ficou num patamar praticamente constante até o final da década de 90 (ver gráfico 5). Caso fosse válida a teoria dos fundos emprestáveis (mesmo que em sua versão expectacional), dada a mudança na composição da demanda agregada, deveria ter havido uma mudança de patamar da taxa de juros real de longo prazo.

De fato, observando o comportamento da taxa de juros real de longo prazo no pós guerra (gráfico 2, para valores anuais e 6 para valores trimestrais) vemos que a grande inflexão ocorreu no começo da década de 80. Interpretamos essa inflexão como resultado da mudança de política monetária operada por Paul Volcker em 1979 de aumentar a taxa de juros com objetivo de controlar a inflação (ver Serrano, 2004). Dessa forma, além da taxa nominal de juros de curto prazo determinar a trajetória da taxa nominal de longo prazo, as taxas nominais tem efeitos permanentes sobre as taxas reais –o que invalida o chamado efeito Fisher da teoria neoclássica (ver De Long, 1999).

Gráfico 5: Taxas de Juros Real\*



\* Séries foram deflacionadas pelo índice de preço ao consumidor.

### III. A REDUÇÃO DOS JUROS E O AUMENTO DO INVESTIMENTO

O segundo elo do argumento convencional da contração fiscal expansionista é que a diminuição da taxa de juros de longo prazo teria aumentado o investimento que amplia a capacidade produtiva da economia. A idéia é que a queda dos juros aumente o montante de gastos que criam capacidade produtiva para o setor privado da economia (basicamente o investimento privado não residencial que vamos denominar neste trabalho de investimento produtivo).

No entanto, a falta de sensibilidade do investimento produtivo à taxa de juros, conhecida na literatura como o 'pessimismo das elasticidades', é algo recorrentemente mostrado em trabalhos empíricos e é algo que os próprios ortodoxos são forçados a admitir. Chirinko (1993), por exemplo, em um survey da literatura empírica da função investimento chega a conclusão de que variáveis de “quantidade” (e não de preço) como PIB, vendas ou cash flow é que tem impacto significativo sobre o investimento.<sup>10</sup>

<sup>10</sup> “A final issue concerns the relative importance of prices, quantities and shocks as determinants of investment. While there is clearly no uniformity in the results and the role of shocks remains to be assessed, it

## X Encontro Nacional de Economia Política

Stiglitz também admite que a relação direta entre juros e investimento não é confiável: "And if the president had seen the statistical evidence which showed that investment often did not respond much to interest rates – a fact which we saw in 1991, and we have seen in 2001, as the Fed has repeatedly lowered interest rates – he should, and would, have felt even more nervous" (Stiglitz, 2003, p. 42). Blinder também admite que: "A variety of theories, some of which have seemingly sturdy microeconomic foundations, point to business investment as the principal source of the interest elasticity of spending. But the empirical evidence on the sensitivity of investment to interest rates is, at best, equivocal" (Blinder, 1997, p. 240).

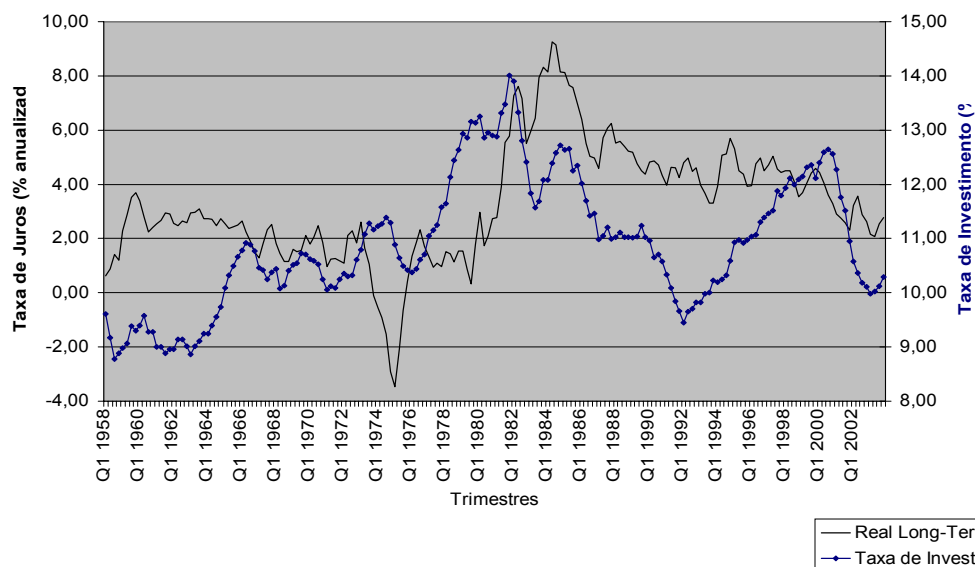
Não há, portanto, fundamento empírico confiável para a idéia de que há uma relação inversa entre taxa de juros real de longo prazo e o investimento produtivo na economia americana. De fato, no gráfico 6 abaixo vemos que os dados desde os anos 1950 não mostram nenhuma relação sistemática entre taxa de juros real de longo prazo e a taxa de investimento produtivo do setor privado (como proporção do PIB). Na segunda metade da década de 1980, por exemplo, a taxa de juros real caiu significativamente enquanto que a taxa de investimento diminuiu em vez de aumentar.

---

appears to this author that, on balance, the response of investment to price variables tends to be small and unimportant relative to quantity variables" (Chirinko, 1993 p. 1906). Outros surveys da literatura econométrica que também discutem a dificuldade de obter uma relação inversa entre investimento e taxa de juros são Caballero (1997) e Hassett e Hubbard (1996).

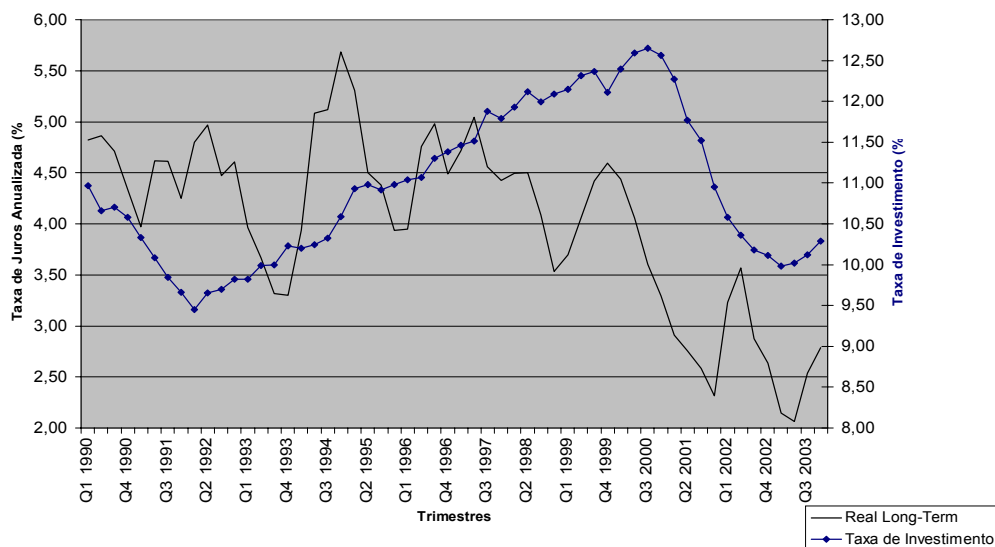
## X Encontro Nacional de Economia Política

Gráfico 6: Taxa de Investimento & Taxa Real de Juros\*



No gráfico 7 mostramos em mais detalhes a evolução da taxa de investimento e da taxa de juros real de longo prazo desde os anos 1990. Neste caso, a ausência da relação inversa prevista pela teoria neoclássica é ainda mais evidente: até o final da década a taxa de investimento cresceu com juros reais estáveis e no novo século a taxa de investimento diminuiu, apesar dos juros caírem substancialmente.

Gráfico 7: Taxa de Investimento & Taxa de Juros Real\*  
(detalhe do gráfico 6)



\* Taxa de juros deflacionada pelo deflator implícito do PIB.

## X Encontro Nacional de Economia Política

Embora paradoxal para autores neoclássicos esta constatação empírica é plenamente consistente com a abordagem Sraffiana. Nesta visão, aumentos persistentes nas taxas de juros nominais e reais não tem efeitos negativos de longo prazo sobre a taxa de investimento privado. A idéia é que aumentos da taxa de juros, se forem persistentes, aumentam tanto o custo financeiro quanto o custo de oportunidade do capital dos investimentos produtivos em todos os setores portanto acabam sendo repassados aos preços dos produtos incorporados em maiores margens de lucros nominais e reais. Desta forma, qualquer aumento ou redução sistemática dos juros, embora possa ter efeitos de curto prazo, no longo prazo acaba afetando tanto o custo do capital quanto a rentabilidade esperada dos investimentos na mesma direção e portanto não gera nenhum estímulo permanente ao investimento (ver Pivetti, 1991 e para o caso americano na segunda metade do século vinte ver Serrano, 2004).

Autores neoclássicos concordam que no longo prazo a rentabilidade esperada e a taxa de juros se movem na mesma direção . No entanto mesmo assim postulam uma relação inversa entre taxa de juros e investimento com o argumento de que, por exemplo, uma redução persistente da taxa de juros e de lucros (o custo do capital) levaria a economia a adotar técnicas e uma cesta de bens de consumo mais intensivas em capital aumentando a relação capital produto e capital trabalho da economia. No entanto, como Sraffa e seus seguidores já demonstraram, a idéia de que juros mais baixos levariam necessariamente a um aprofundamento do capital (capital deepening) não tem fundamento lógico consistente. Dadas as diferentes proporções entre os vários tipos de bens de capital e trabalho nos diversos setores e métodos de produção, quando muda a taxa de juros e lucros, os preços relativos dos diversos bens de capital inevitavelmente mudam de forma complexa e irregular e portanto não há motivo teórico algum para acreditar numa relação inversa geral entre as relações capital-produto e capital-trabalho, de um lado, e a taxa de juros de outro. Assim, não existindo nenhum motivo teórico consistente para esta relação não é nada surpreendente que não a encontremos nos dados da economia americana (para esta crítica Sraffiana ver Garegnani(1978/9) e Petri(2004)).

Vemos assim que não há evidência empírica de nenhum dos dois elos do argumento da contração fiscal expansionista. Nem as taxas de juros caíram por causa do ajuste fiscal e nem o investimento produtivo aumentou diretamente por causa da queda dos juros.

## X Encontro Nacional de Economia Política

Na realidade, o mecanismo de transmissão da política monetária para a demanda agregada se dá através do forte (embora variável) efeito de reduções de juros sobre o crescimento do investimento residencial e do consumo autônomo (especialmente de duráveis), que é financiado por crédito. Curiosamente este mecanismo de transmissão é reconhecido explicitamente pelos próprios autores que acreditam na contração fiscal expansionista, de forma totalmente inconsistente com seu apego à noção de taxa natural de juros.

Autores como Blinder (1997), Stiglitz (2003) e Stiglitz & Greenwald(2003), observam que, apesar da fraca evidência empírica entre o investimento e a taxa de juros, a demanda agregada mesmo assim tem uma forte relação observável com a taxa de juros. "Thus one has a paradox: while the interest sensitivity of business investment spending is subject to doubt, the IS relationship between aggregate demand and interest rates appears to be there"... "In practice, however, I suspect that the slope of the IS curve may have more to do with homebuilding and consumer durables (especially automobiles) than with business investment" (Blinder, 1997, p. 240).

Stiglitz (2003) e Stiglitz and Greenwald (2003) enfatizam a importância do canal de crédito a tal ponto que atribuem o sucesso da contração fiscal expansionista ao fato de que esta ocorreu num momento propício para a expansão do crédito. Naquela época os bancos estavam com muitos títulos de longo prazo em suas carteiras. Dessa forma, a redução da taxa de juros de longo prazo teria feito o preço de demanda por esses títulos subirem e tornar a venda desses ativos lucrativas. O sistema bancário então voltou a se recapitalizar, depois de um período de crise, e a expandir o crédito.

Note que, se estes autores admitem que o investimento produtivo não é significativamente elástico em relação aos juros, mesmo que a causa da redução dos juros tivesse sido a queda do déficit público e isto tivesse aberto espaço para o investimento produtivo, este espaço teria sido ocupado por maior consumo de duráveis e investimento residencial. Como estes gastos não ampliam substancialmente a capacidade produtiva da economia, a contração fiscal não poderia explicar um crescimento do produto potencial de longo prazo. No final teria havido apenas uma queda do consumo do setor público em favor



## X Encontro Nacional de Economia Política

de um aumento do consumo (lato sensu) do setor privado, sem nenhuma consequência maior para a oferta agregada da economia.<sup>11</sup>

Na realidade, os determinantes diretos do investimento produtivo são outros. O montante de investimento produtivo, isto é, os gastos que criam capacidade produtiva para o setor privado da economia, é no agregado e no longo prazo, determinado fundamentalmente pela tecnologia (relações capital-produto) e pelo nível e taxas de crescimento esperados da demanda efetiva. Devido à pressão da concorrência, as firmas são forçadas a estar sempre tentando adequar o tamanho de sua capacidade produtiva instalada (obviamente incluindo alguma margem de capacidade ociosa planejada) à evolução da demanda efetiva, ou seja à demanda aos preços normais de oferta, preços estes que cobrem os custos e incluem o padrão mínimo aceitável de rentabilidade.

Em contraste gritante com a escassez de evidência empírica conectando o investimento e a taxa de juros a visão que considera o investimento fundamentalmente induzido pelo nível e taxas de crescimento da demanda encontra farta comprovação empírica, para o desgosto de muitos economistas ortodoxos<sup>12</sup>.

Na visão neoclássica, no longo prazo, o montante de investimento produtivo agregado se ajusta, através da gravitação da taxa de juros em direção a taxa natural ou neutra, à poupança potencial de pleno emprego da economia e portanto deveria ter uma relação negativa com os gastos que não criam capacidade para o setor privado. Estes gastos que podemos chamar de demanda final consistem na soma do consumo privado, do investimento residencial, dos gastos do governo e das exportações.<sup>13</sup>

Na prática a evidência empírica mostra que os níveis de investimento produtivo tem forte relação positiva com os níveis da demanda final . Além disso, há também evidência que a

---

<sup>11</sup> No caso o corte de gastos públicos poderia até *diminuir* o crescimento do produto potencial da economia se fossem cortados investimentos públicos.

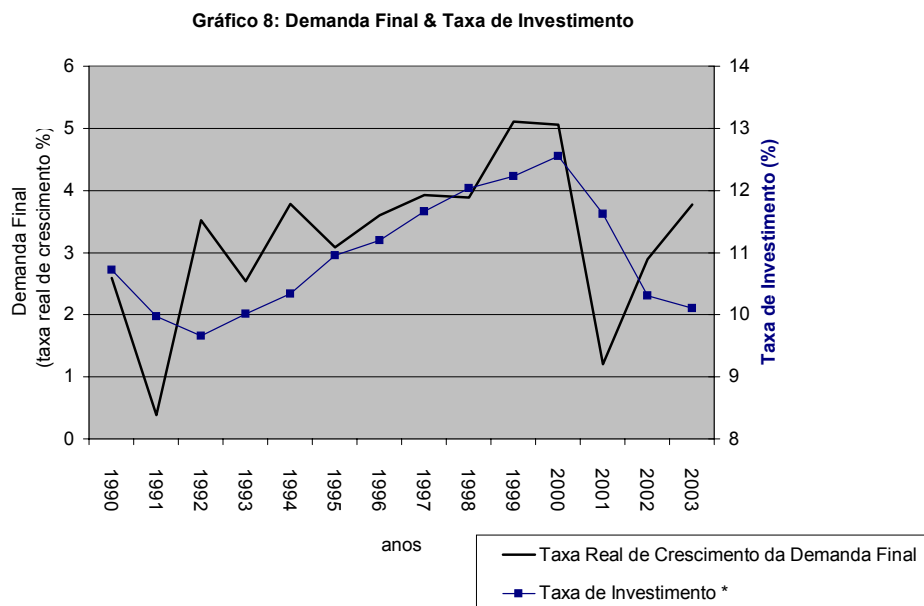
<sup>12</sup> Modelos de ajuste de estoque de capital ou de acelerador flexível são os que sempre obtém melhor comprovação econométrica: “The absence of prices (the cost of capital, in particular) from the right hand side of the flexible accelerator equation has earned it disrespect despite its empirical success” (Caballero, 1997, p. 4). Os mesmos surveys citados acima que comentam a falta de relação do investimento com o “custo do capital” confirmam a relevância de indicadores da demanda.

<sup>13</sup> Note que descontamos do investimento total o investimento residencial e incluímos este na demanda final, já que é um gasto que não cria capacidade produtiva.

## X Encontro Nacional de Economia Política

taxa de investimento (investimento produtivo sobre o produto) é positivamente correlacionada com a taxa de crescimento da demanda agregada.<sup>14</sup>

No caso da economia americana, ao contrário do que prevê a teoria neoclássica dos fundos emprestáveis, a taxa de investimento teve uma forte correlação positiva com a taxa (real) de crescimento da demanda final ao longo dos anos (gráfico 8).



A ausência de uma relação inversa entre investimento e demanda final e a forte relação positiva entre investimento e o nível e taxa de crescimento da demanda final implicam em que o crescimento da própria capacidade produtiva da economia tende a seguir o crescimento da demanda final. Além disso, como parte do consumo privado é induzido pela renda corrente, o crescimento da demanda final acaba dependendo especialmente dos componentes autônomos da demanda final: gastos públicos, exportações, investimento residencial e consumo autônomo financiado por crédito. Assim o crescimento destes

---

<sup>14</sup> Nossos estudos preliminares indicaram que a formulação do acelerador flexível do modelo de supermultiplicador de Cesaratto, Serrano, Stirati (2003) encontra respaldo nos dados da economia americana. De fato, a taxa de crescimento real do PIB é um regressor altamente significativo na explicação da taxa de investimento. Ao mesmo tempo o resultado do teste de causalidade indica uma relação unidirecional no sentido da taxa de crescimento do PIB real Granger-causar a taxa de investimento.

## X Encontro Nacional de Economia Política

componentes autônomos da demanda final gera um processo supermultiplicador induzindo consumo pelo efeito multiplicador e investimento produtivo pelo efeito acelerador.<sup>15</sup>

### IV O SUPERMULTIPLICADOR E A POLÍTICA MONETÁRIA

Como vimos acima, em última instância é a política do banco central que acaba definindo o curso das taxa de juros. Além disso, o mecanismo de transmissão da política monetária se dá essencialmente pelos efeitos dos níveis e variações da taxa de juros sobre o investimento residencial e o consumo autônomo (particularmente de duráveis). Estes dois aspectos, combinados com o caráter induzido do investimento produtivo implicam que uma política monetária de redução de juros poderia, se mantida por algum tempo, ter efeitos de longo prazo na direção expandir não só o grau de utilização da capacidade já instalada mas também de ampliar a capacidade produtiva da economia. E é exatamente isto que nos parece ter ocorrido na expansão da economia americana nos anos 1990

Vejamos primeiro as mudanças na composição da demanda final ao longo do período. A tabela 1 mostra que, apesar de ter sido positiva, a taxa de crescimento real do gasto governamental foi muito baixa, principalmente no período de maior expansão do PIB- 1992 a 2000. Os cortes foram concentrados principalmente nos gastos militares, devido ao fim da Guerra Fria.

**Tabela 1**  
*Taxas Reais de Crescimento (%)*

	PIB	Consumo	I. Residencial	Gastos Governo	Exportações	Importações	Investimento*
1990-1991	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>-9,1</b>	<b>2,1</b>	<b>7,8</b>	<b>1,5</b>	<b>-2,5</b>
1992-2000	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>	<b>5,7</b>	<b>1,2</b>	<b>7,1</b>	<b>10,4</b>	<b>9,1</b>
2001-2003	<b>1,9</b>	<b>3,0</b>	<b>4,2</b>	<b>3,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>-3,0</b>

Consumo		
Duráveis	Não Duráveis	Serviços
<b>-3,0</b>	<b>0,7</b>	<b>2,3</b>
<b>8,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>
<b>6,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>

Fonte: Elaboração própria (médias geométricas das taxas anuais)

\* O investimento é a FBCF descontado do investimento residencial.

\* Taxas de crescimento reais da tabela do BEA (cada componente tem seu deflator específico).

<sup>15</sup> ver (Serrano, 2001a) e Cesarato, Stirati e Serrano, 2003.

## X Encontro Nacional de Economia Política

Mesmo assim a demanda final cresceu a taxas razoavelmente elevadas porque seus outros três componentes da demanda final - exportações, consumo privado e investimento residencial – cresceram à taxas significativas. Dessa forma, até 2000, a participação dessas variáveis na demanda final aumentou enquanto que a participação do gasto do governo diminuiu (gráfico 9a e 9b).

Gráfico 9 a: Participação dos Componentes da Demanda Final

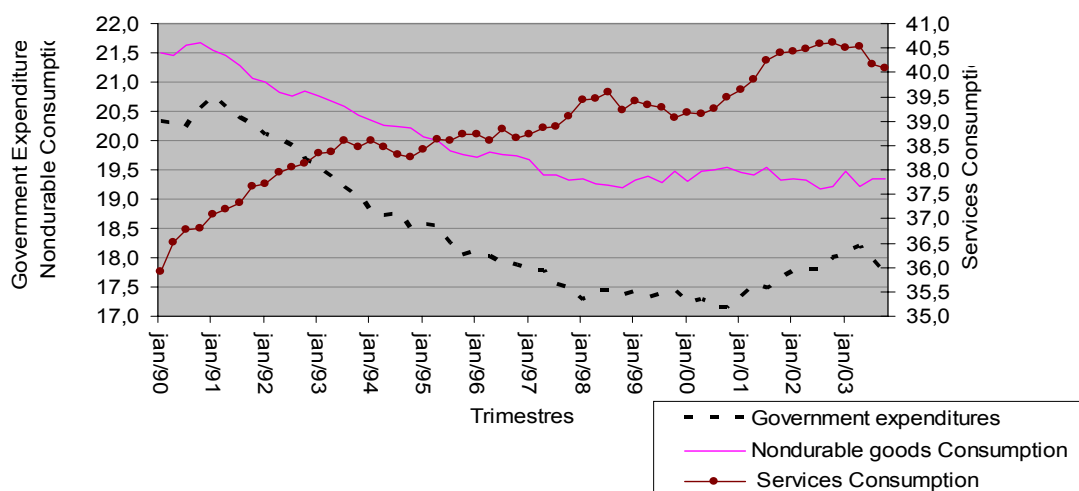
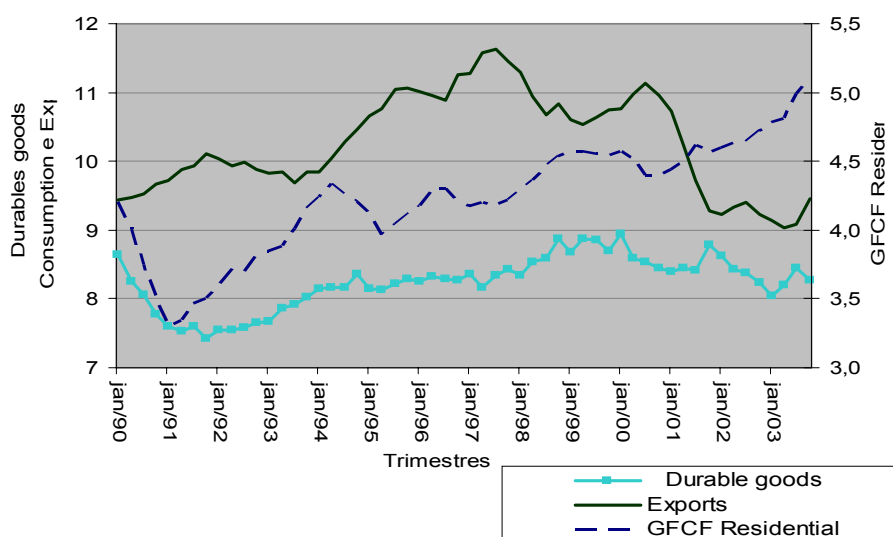


Gráfico 9 b: Participação dos Componentes da Demanda Final



Em particular os dados mostram que os componentes autônomos da demanda final mais sensíveis a disponibilidade de crédito e à taxa de juros cresceram a altas taxas no período

## X Encontro Nacional de Economia Política

1992-2000. Na tabela 1 vemos que o investimento residencial cresceu 5,7% ao ano<sup>16</sup> e consumo de duráveis a 8,1%.<sup>17</sup>

Alguns autores argumentam que o crescimento do consumo foi determinado diretamente pelo efeito riqueza criado pela enorme bolha especulativa das bolsas de valores que começou a partir de 1995 e que afetou também (em menor escala) o mercado imobiliário (Godley & Izurieta, 2004). Há uma certa dose de exagero nisso dado que a riqueza financeira nos EUA é extremamente concentrada, tanto que o estouro da bolha já no novo século não chegou a reduzir o consumo. Por outro lado, de fato há alguma evidência de que as famílias mais ricas que possuíam ações aumentaram substancialmente seus gastos em consumo no período (Maki & Palumbo, 2001). No caso do mercado imobiliário, o efeito estimulante do aumento do valor dos imóveis é bem mais direto pois produz ganhos aos que se financiam com hipotecas, o que facilita o acesso a mais crédito e estimula o consumo em geral ou a compra de novas residências. Embora nos pareça que o efeito direto da redução dos juros e da expansão do crédito foi o fundamental, como a própria bolha especulativa foi muito afetada pela trajetória dos juros e pela expansão geral do crédito, de qualquer forma não há dúvida que política monetária foi um importante determinante, direta ou indiretamente, da expansão dos componentes autônomos da demanda final.

O crescimento dos gastos autônomos fez crescer a massa de salários e o consumo induzido. Este crescimento da demanda final impulsionou o aumento do investimento produtivo. A taxa (real) de crescimento do investimento produtivo de 1992 a 2000 foi maior que a dos outros componentes da demanda agregada. Porém, no período subsequente (2001-2003) essa taxa de crescimento passou a ser menor que a dos outros componentes – ou melhor, ficou negativa - de forma que a taxa de investimento caiu, levando ao fim do período de crescimento.

Os dados parecem mostrar, porém, que o investimento produtivo, principalmente na segunda metade da década, reagiu de forma desproporcional ao crescimento da demanda final (ver gráfico 5 acima), crescendo a taxas elevadas, especialmente nos setores ligados às

---

<sup>16</sup> Como mostra Maffeo (2001) o investimento residencial foi fundamental para a recuperação da economia em 1992, crescendo 16,3% nesse ano.

<sup>17</sup> Maki (2000) demonstra a forte correlação entre crédito e consumo de duráveis nos EUA.

## X Encontro Nacional de Economia Política

inovações da chamada “nova economia” (computadores, telecomunicações, Internet etc.). Este crescimento rápido e desproporcional da taxa de investimento, embora inicialmente estimule o consumo induzido pelo seu efeito multiplicador, não era sustentável pois em pouco tempo a capacidade produtiva criada cresce muito levando a queda do grau de utilização.

Esta expansão desproporcional do investimento em relação a tendência de crescimento da demanda final, por sua vez, parece ter sido fruto da combinação peculiar da adoção de inovações da “nova economia” com a bolha especulativa da bolsa Nasdaq. A bolha desta bolsa permitia e estimulava que, através de operações especulativas de *venture capital*, as empresas da “nova economia” financiassem a baixíssimo custo projetos de investimento baseados em projeções de demanda futura drasticamente superestimadas (como hoje sabemos muitas destas projeções otimistas eram propositalmente falsificadas).<sup>18</sup> Assim que em 2000 a bolha da Nasdaq estourou, logo após um pequeno aumento na taxa de juros, a realidade concreta da capacidade ociosa crescente ficou evidente para o mercado e o investimento produtivo caiu substancialmente, marcando o fim do ciclo expansivo.<sup>19</sup>

Vemos então que a orientação expansionista da política monetária foi fundamental para o crescimento ao longo do período 1992-2000. A trajetória da taxa de juros acabou levando a um boom de crédito, que não apenas levou a recuperação e o crescimento ao longo da década da demanda de imóveis e duráveis mas também inflou uma bolha especulativa sem precedentes nas bolsas de valores e no mercado imobiliário.

Apesar de muitas críticas, até do próprio Fed, sobre a “exuberância irracional” da bolsa, não foram tomadas medidas regulatórias para evitar o prosseguimento da bolha nem a política de juros foi alterada.

---

<sup>18</sup> O investimento em software e equipamentos de processamento de dados cresceu progressivamente dos 12,5% em 1993 para ultrapassar dos 20% em 1997, chegando a cerca de 25% no final da década. Esse crescimento veio acompanhado com substancial queda dos preços do equipamento de processamento de dados.

<sup>19</sup> Maffeo (2001) reconhece a importância da crescimento da demanda para o investimento. Contudo para o autor o progresso tecnológico também foi um importante determinante autônomo para a expansão do investimento. A justificativa é a de que o crescimento do investimento em máquinas, equipamentos e softwares foi bem mais intenso nos anos 90 que nos anos 80. Porém como a análise do autor só vai até 2000, não leva em consideração a subsequente rápida diminuição da taxa de investimento. Para a discussão teórica sobre a insustentabilidade de um processo de crescimento puxado autônomo por investimentos em novas tecnologias a partir da visão do supermultiplicador ver Cesaratto, Serrano e Stirati (2003).

## X Encontro Nacional de Economia Política

A política monetária expansionista também não foi alterada pelas críticas de que, com a expansão rápida da demanda efetiva e das importações, o déficit externo em conta corrente estava aumentando rapidamente (de praticamente 0% do PIB em 1991 para 5% em 2002). Mesmo assim o Fed não tentou frear a expansão da economia mostrando que o governo americano é consciente de que, dado que o dólar é a moeda internacional, a economia americana não está sujeita a restrições de balança de pagamentos.<sup>20</sup>

A aceleração do crescimento da economia acabou reduzindo a taxa de desemprego bem abaixo de 6%, que era a estimativa consensual de qual seria a taxa de desemprego a partir da qual a inflação ia se acelerar (a NAIRU). De fato, a taxa de desemprego caiu de 7,5% em 1992 para 4% em 2000. Mesmo assim o Fed, apesar de muitas críticas de que a economia estaria superaquecida, não mudou o viés da política monetária. Além disso, ao contrário do que os que acreditavam na NAIRU de 6% pensavam, a inflação não deu nenhum sinal de aceleração.

A inflação ficou contida por não ter sofrido pressão de aumento por parte dos custos fundamentais da economia. Entre estes destacam-se o preço do petróleo e das commodities (energia e alimentos em geral) e especialmente a baixa inflação salarial, para qual contribuiu a fraqueza dos sindicatos e a imigração (ver Pollin(2002) e Serrano(2004)).

Portanto o papel da política monetária nos anos noventa não foi nem temporário nem se restringiu a uma boa administração, em que o Fed teria previsto corretamente as supostas mudanças favoráveis na taxa de juros natural (por conta do ajuste fiscal) e da NAIRU (supostamente deslocada pelo crescimento da produtividade da “nova economia”). O FED teve uma atuação fundamental, contribuindo para mais do que compensar o efeito contracionista da redução do crescimento do gasto público.

### **IV. Observações Finais**

Neste trabalho procuramos mostrar que a tese de que teria havido uma bem sucedida contração fiscal expansionista nos EUA derivado do ajuste fiscal feito pelo governo Clinton a partir de 1993 não passa de um mito. Nem o ajuste fiscal reduziu diretamente os juros nem a queda dos juros aumentou diretamente o investimento produtivo. Longe de ser uma

---

<sup>20</sup> sobre o déficit externo americano no atual padrão dólar flexível ver Serrano(2002a, 2004).

## X Encontro Nacional de Economia Política

consequência automática do ganho de “credibilidade” obtido pelo ajuste fiscal, a recuperação e o prolongado período de crescimento foram frutos do viés expansionista da política monetária. As reduções de juros da primeira metade dos anos 90 e a contínua expansão do crédito durante a década foram fruto da decisão política de sustentar e manter a expansão da economia, ignorar o crescimento do déficit externo em conta corrente e não estourar a bolha especulativa da bolsa de valores. A política monetária expansionista de fato permitiu que os gastos privados crescessem mais que o suficiente para compensar os efeitos recessivos da política fiscal e levou a um extraordinário boom da bolsa de valores. A continuidade da expansão foi facilitada pelo fato de que a aceleração do crescimento não levou a aceleração da inflação, o que se deve, a choques de oferta favoráveis e particularmente ao baixo do poder de barganha dos trabalhadores americanos cujas origens estão na virada dos anos 1980 (ver Serrano, 2004).

### Referências

- Barba, A. (2001) "Rethinking Expansionary Fiscal Retrenchments". *Contributions to Political Economy*, 20.
- Blinder, A (1997) "Is there a core of practical macroeconomics that we should all believe?" *American Economic Review*, May 1997.
- Blinder, A. and Yellen, J. (2001) "*The Fabulous Decade: macroeconomic lessons from the 1990s*", Century Foundation Press, 2001.
- Cesaratto S., Serrano F., & Stirati (2003) "Technical change, effective demand and employment, *Review of Political Economy*, v. 15, n. 1, Janeiro.
- DeLong, J. (1999) "America's Historical Experience with Low Inflation", November, University of California at Berkeley.
- Garegnani (1978/9), "Notes on consumption, investment and effective demand" in J. Eatwell & Milgate (eds.) *Keynes's Economics and the Theory of Value and Distribution*, Duckworth, London, 1983.
- Godley, W. and Izurieta, A.. (2004) "Balances, Imbalances and Fiscal Targets: A new cambridge view". CERF Cambridge Endowment for Research in Finance. University of Cambridge.



## X Encontro Nacional de Economia Política

- Maffeo, V. (2001). "Effective Demand Versus Wage Flexibility: Some notes on the causes of the growth of employment in the USA in the nineties". *Contributions to Political Economy*, 20.
- Maki, D. (2000). "The Growth of Consumer Credit and the Household Debt Service Burden". *Finance and Economics Discussion Series*, Federal Reserve Board (February, 2000).
- Maki, D. e Palumbo, M. (2001) "Disentangling the Wealth Effect: a cohort analysis of household saving in the 1990s" *Finance and Economics Discussion Series*, Federal Reserve Board (April, 2001).
- Pivetti (1991), *An Essay on Money and Distribution*, Macmillan, London.
- Pivetti, M. (2001) "Money Endogeneity and Monetary Non-Neutrality: a sraffian perspective" in Vernengo, M. e Rochon, L. (eds) *Credit, Interest Rate and the Open Economy*, Edward Elgar, 2001.
- Petri, F. (2004) "*General Equilibrium, Capital and Macroeconomics. A key to recent controversies in equilibrium theory*", Edward Elgar, 2004.
- Pollin, R. (2002) Wage Bargaining and the US Phillips Curve: was Greenspan right about traumatized workers in the 90s?. mimeo, *Political Economy Research Institute*, University of Massachusetts Amherst.
- Serrano, F. (2001b) "*Equilíbrio Neoclássico de Mercado de Fatores: uma Crítica do Ponto de Vista Sraffiano*", *Ensaio FEE*, v. 22 , n.1 , 2001.
- Serrano, F. (2000) "A soma das poupanças determina o investimento?", *Archetypon*.
- Serrano, F. (2002a) "Do ouro imóvel ao dólar flexível" *Economia e Sociedade*, v. 11, n. 2.
- Serrano, F. (2002b) "A política monetária e a abordagem da taxa de juros exógena" mimeo, UFRJ 2002.
- Serrano, F. (2001a) "Acumulação e gasto improdutivo na economia do desenvolvimento" in J. Fiori e C. Medeiros (eds) *Polarização Mundial e Crescimento*, Vozes, 2001.
- Serrano, F. (2004) "Relações de Poder e A Política Macroeconômica Americana, de Bretton Woods ao Padrão Dólar Flexível", *O Poder Americano*, ed. Vozes, Petrópolis.
- Stiglitz, J. (2003) "*The Roaring Nineties: A new history of the world's most prosperous decade*", W. W. Norton & Company, New York.
- Stiglitz, J. e Greenwald, B. (2003) "*Towards a New Paradigm in Monetary Economics*", Cambridge University Press.