

# O mito da contração fiscal expansionista nos EUA durante o governo Clinton<sup>1</sup>

---

*Franklin Serrano<sup>2</sup>*  
*Julia Braga<sup>3</sup>*

## Resumo

Neste trabalho procuramos criticar, numa perspectiva sraffiana, a tese de que teria havido uma bem-sucedida contração fiscal expansionista nos EUA derivada do ajuste fiscal feito pelo governo Clinton a partir de 1993. 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.

**Palavras-chave:** Contração fiscal expansionária; Supermultiplicador sraffiano; Política monetária – Estados Unidos.

## Abstract

### *The myth of the expansionist fiscal contraction in the U.S. during the Clinton administration*

In this paper we try to criticize, from a Sraffian standpoint, the thesis according to which an expansionary fiscal contraction resulted from the US fiscal adjustment started in 1993 by the Clinton administration. Neither fiscal consolidation directly reduced interest rates, nor did interest rate reduction directly increase productive investment. Instead of being an automatic consequence of the “credibility” gains obtained from fiscal consolidation, the recovery and prolonged growth of the U.S. economy in the 1990s were due to the markedly expansionary bias of monetary policy.

**Key words:** Expansionary fiscal contraction; Sraffian supermultiplier; Monetary policy – United States.

**JEL** E11, B51, H60.

## 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, combinado com o

---

(1) Trabalho recebido em junho de 2005 e aprovado em maio de 2006. Os autores agradecem (naturalmente, sem implicar nos resultados) à discussões e comentários às versões preliminares do texto aos Profs. Carlos Medeiros e Fábio Freitas do IE-UFRJ, a dois pareceristas anônimos desta revista e ao apoio financeiro do CNPq.

(2) Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

(3) Professor da Faculdade de Economia da Universidade Federal Fluminense.

aumento da carga tributária e forte crescimento da propensão a importar levou a superávits do setor público e a um crescente déficit externo em conta corrente.

Uma interpretação muito popular 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’s 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 ‘esquerda’ dos Republicanos, teriam um forte compromisso com a ‘responsabilidade fiscal’. O sucesso político dos New Democrats está também 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 peculiar 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 o único caso concreto onde aparentemente algo deste tipo ocorreu teria sido durante o governo Clinton (ver seção 1). 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>4</sup> – não há fundamentação empírica sólida 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 1990, que consideramos ser logicamente consistente e muito mais coerente com os fatos.

---

(4) 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.

Embora exista uma imensa literatura tanto teórica quanto aplicada em torno da curiosa idéia de que podem existir contrações fiscais expansionistas (para uma resenha das diversas teorias ver Barba, 2001), é importante ressaltar os estreitos limites deste trabalho. Nosso objetivo aqui é única e exclusivamente discutir criticamente a evidência empírica (e não os fundamentos teóricos) sobre o episódio específico da experiência americana nos anos 1990, e em particular como esta experiência foi interpretada pelos economistas que seguiam o que chegou a ser chamado de “Clintonomics” (e não por todos os economistas que crêem ter ocorrido tal fenômeno).

Como veremos abaixo os defensores da tese da “contração fiscal expansionista” de Clinton em geral seguem a abordagem novo keynesiana na qual, por conta da existência de rigidez nominal, o produto é determinado pela demanda no curto prazo e pelas dotações e produtividade dos “fatores de produção” e a taxa de juros real de longo prazo é determinada pelas tradicionais forças da “parcimônia e produtividade”. A esta visão iremos contrapor nossa interpretação que segue uma abordagem sraffiana-keynesiana, onde: a) a taxa de juros é um fenômeno estritamente monetário sendo a taxa de curto prazo exogenamente determinada pelo banco central (Pivetti, 1991, 2001), enquanto a taxa de juros de longo prazo, via arbitragem, é dominada pelas expectativas do mercado sobre o curso futuro das decisões do banco central, com o que, apesar de grandes oscilações, as taxas longas tendem num prazo mais longo a acompanhar de perto a trajetória da taxa de curto prazo (Pivetti, 1991, 2001; Serrano, 2004, Aspromourgos, 2005) e b) 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, 2001; Cesaratto; Serrano; Stirati, 2003; Aspromourgos, 2005).

O restante deste trabalho está organizado em três seções.<sup>5</sup> Na seção 1 expomos e criticamos o primeiro elo necessário do argumento da “contração fiscal expansionista” que é a suposta relação entre queda do déficit público e redução da taxa de juros. Na seção 2 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 3 examinamos como a política monetária, ao estimular o crescimento do consumo autônomo e do investimento residencial, levou ao crescimento da capacidade produtiva através de investimento induzido pelo supermultiplicador. Finalizamos com breves observações.

---

(5) 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), disponíveis em: <<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, disponíveis em: <<http://ifs.apdinet/imf/>>.

## 1 A redução do déficit e a queda da taxa de juros

Existem muitas variantes teóricas do argumento de que contrações fiscais podem ser expansionistas (discutidos em Barba, 2001). Porém, para nossos propósitos aqui, que são exclusivamente empíricos, basta distinguir entre dois aspectos. De um lado temos o argumento de *curto prazo*, onde a contração fiscal seria expansionista porque de alguma maneira esta aumentaria (em vez de diminuir) a *demand agregada* e o produto efetivo se este estivesse inicialmente abaixo do produto potencial. Por outro lado teríamos o argumento de *longo prazo* de acordo com o qual a contração fiscal poderia ser expansionista se esta levasse a um aumento da *capacidade produtiva* da economia (oferta agregada de longo prazo).

No primeiro caso teríamos que uma contração fiscal expansionista poderia ajudar a economia na recuperação da fase baixa do ciclo econômico, ampliando a utilização do estoque de capital e o nível de emprego de curto prazo. No segundo caso teríamos que uma contração fiscal expansionista contribuiria de alguma forma para o própria tendência de crescimento do produto potencial a longo prazo.

Vejam os elos necessários para o raciocínio em cada caso. No caso em que se considera que contração fiscal estimularia a demanda agregada a curto prazo seria necessária a ocorrência dos seguintes efeitos. Em primeiro lugar, a contração fiscal deveria ter algum efeito direto de reduzir a taxa de juros de longo prazo. Em segundo lugar, a contração fiscal só seria expansionista se a redução desta taxa de juros longa expandisse um ou mais componentes da demanda agregada (consumo, investimento residencial, investimento produtivo, exportações), naturalmente em nível *mais do que proporcional* a qualquer redução da demanda agregada advinda da contração fiscal.

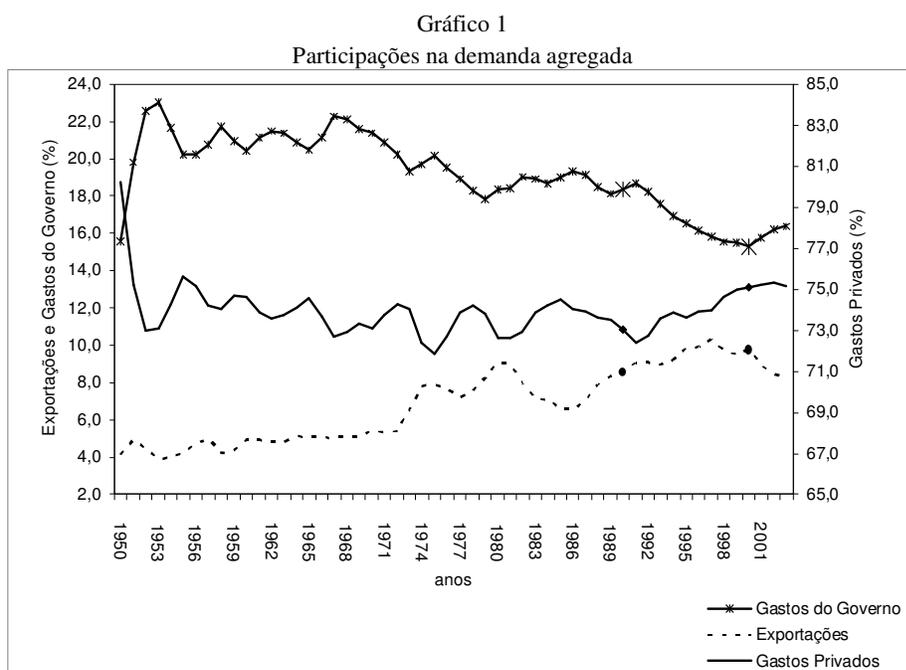
Para o argumento de longo prazo de que a contração fiscal expandiria a oferta agregada (produto potencial) o primeiro elo necessário é o mesmo: a contração fiscal deveria reduzir a taxa de juros de longo prazo. Mas agora o que importa é que esta redução da taxa de juros de longo prazo deveria induzir a uma mudança na *composição* da demanda agregada aumentando relativamente a participação dos gastos que ampliam o produto potencial.

É importante ressaltar que tanto na versão de curto prazo quanto na de longo se discutem muito o papel de fatores difíceis de observar empiricamente (e refutar) como as expectativas, ou impossíveis de refutação por serem completamente subjetivos e vagos como a “credibilidade” do ajuste fiscal devido à “reputação” do governo. As relações entre as variáveis observáveis descritas nos parágrafos acima são as condições mínimas estritamente *necessárias* para a validade destes argumentos. Se algum dos elos descritos acima não ocorre, a idéia da contração fiscal expansionista subjacente não se sustenta empiricamente,

independente do que possa ter acontecido com as outras variáveis não observáveis ou não refutáveis do argumento.

Além disso, em geral a maior parte dos autores crêem em ambas as versões. A contração fiscal seria expansionista no curto prazo por aumentar a demanda agregada através da queda da taxa de juros e também no longo por mudar a composição da demanda agregada, pois os juros mais baixos aumentariam a taxa de investimento produtivo (não residencial) privado, o que aumentaria o produto potencial.

Passemos então à discussão da experiência americana nos anos 1990. A participação dos gastos do governo como proporção da demanda agregada nos EUA nos anos 1990, como mostra o Gráfico 1, 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 1970.



Os anos de 1990 e 2000 estão ressaltados por pontos em cada série.

Fonte: BEA (Bureau of Economic Analysis), elaboração dos autores.

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 parte crescente 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 e Izurieta, 2004).<sup>6</sup>

Esta particular composição da demanda agregada numa década inteira de crescimento econômico robusto e estável foi interpretada por diversos economistas como resultado da contração fiscal, que teria sido um elemento importante para explicar a prosperidade da década.<sup>7</sup>

Note que há uma hipótese arbitrária implícita neste argumento de longo prazo sobre a conexão entre a composição da demanda agregada e o crescimento 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 inicialmente no argumento da “contração fiscal expansionista” uma boa dose da ideologia do mercado, já que mesmo a teoria neoclássica mais ortodoxa reconhece a importância do investimento em bens públicos, infra-estrutura ou gastos em saúde pública ou educação, por exemplo, na geração de externalidades positivas para a economia. Não existe nada na teoria econômica tradicional que dê suporte à idéia que o gasto público não possa melhorar a “função de produção” e as condições em que o setor privado opera.

Aparentemente seria possível contra-argumentar que no caso específico da economia americana nos anos 1990 os cortes dos gastos públicos foram de fato concentrados em gastos que não aumentariam a produtividade da economia como os gastos militares. No entanto, mesmo sem entrar no mérito da importância dos gastos militares americanos para a geração (e até difusão) do progresso técnico (ver Medeiros, 2004) é importante assinalar que no governo Clinton houve consideráveis reduções também em gastos públicos que certamente tem efeitos positivos sobre a produtividade do setor privado da economia. De acordo com Pollin (2000) embora no período 1992-1999 os gastos militares tenham caído em termos reais 36,7%, houve cortes substanciais também em outras áreas como educação (-9,2%) ciência e tecnologia (-19,1%) e transportes (-11,2%).

Passemos agora à crítica empírica<sup>8</sup> do primeiro dos elos da cadeia de causalidade do argumento da “contração fiscal expansionista”, que relaciona a queda da taxa de juros à contração fiscal.

---

(6) É útil assinalar que os saldos (superávits ou déficits) dos três setores privado, público e externo medem a acumulação líquida de ativos financeiros do setor e não são a mesma coisa que as poupanças setoriais pois os saldos financeiros medem o total de receitas menos o total de gastos, tanto em consumo quanto em investimento (enquanto a poupança setorial evidentemente significa receita menos gastos em consumo).

(7) O título de Blinder e Yellen (2001) é “*the fabulous decade*” e o subtítulo de Stiglitz (2003) é “*a new history of the world’s most prosperous decade*” (aliás, uma afirmação factualmente incorreta: evidentemente os anos 1990 não foram a década mais próspera nem nos EUA nem muito menos no mundo, ver Macedo e Silva, (2006).

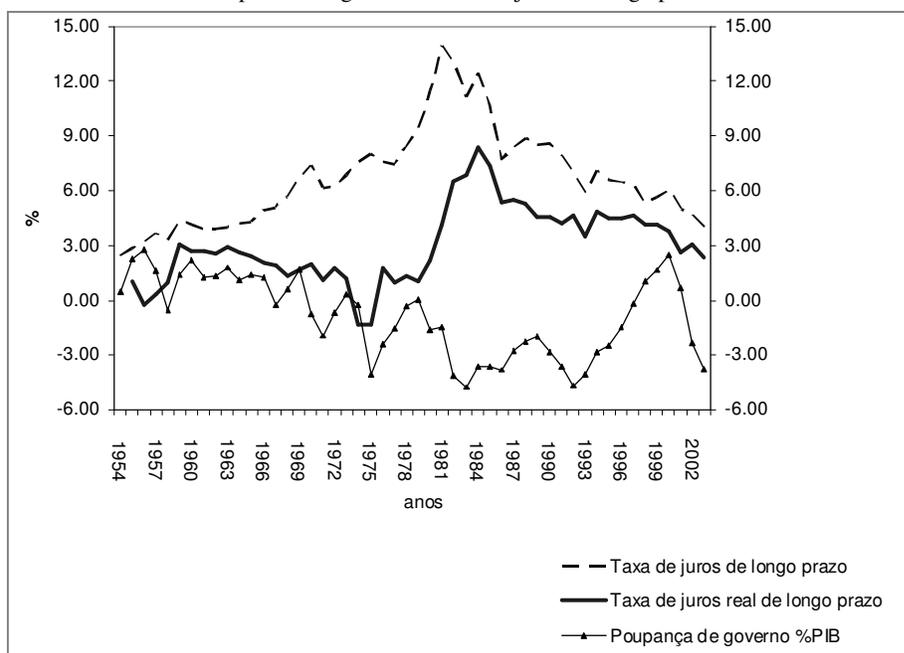
(8) Para uma discussão das críticas teóricas do argumento de que a poupança potencial determina o investimento ver Serrano (2001b, 2000).

Este elo por sua vez pode ser pensado de duas formas alternativas. A primeira é o argumento mais tradicional para o qual a contração fiscal significa uma redução efetiva do déficit público através de cortes de gastos e/ou aumentos dos impostos. Neste caso, seria a redução *efetiva* do déficit público que reduziria a taxa de juros real de longo prazo, interpretada aqui como a taxa “natural” ou “neutra” de juros.<sup>9</sup>

Por outro lado temos o argumento mais moderno, típico do “Clintonomics” de que o mero *anúncio* de uma contração fiscal futura, se dotado de suficiente credibilidade, reduz imediatamente a taxa de juros de longo prazo, bem antes do déficit público começar a cair.

Vejam os inicialmente o primeiro caso. Os dados da economia americana mostram (ver Gráfico 2) que não existe nenhuma relação sistemática direta 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, a taxa de juros continuou a diminuir em vez de aumentar.

Gráfico 2  
Superávit do governo e taxa de juros de longo prazo



\* A taxa de juros de longo prazo é o rendimento do título público de 10 anos. Taxa de juros real de longo prazo é calculada *ex-post*, deflacionada pelo deflator implícito do PIB.

Fonte: BEA (Bureau of Economic Analysis) e IFS-FMI, elaboração própria.

(9) Sobre a taxa de juros “neutra” ou “natural”, que seria capaz de estabilizar a taxa de inflação, ver Blinder (1999).

Mas será que esta ausência de relação não é uma ilusão de ótica por estarmos observando apenas duas variáveis sem controlar o possível efeito de outras? Um estudo econométrico recente e bastante influente de Gale e Orzag (2004) faz um enorme esforço para incluir diversas variáveis adicionais de controle na tentativa de obter os resultados tradicionais. No entanto, como mostra a crítica feita por James Galbraith (2005), os próprios autores admitem que, levando em conta todas as variáveis de controle, o efeito do déficit público sobre a taxa de juros real de longo prazo corrente não é estatisticamente significativo.

Resta, portanto, examinar a outra versão que diz que o mero anúncio de uma futura contração fiscal reduziria a taxa de juros de longo prazo. Em primeiro lugar, é importante mencionar que argumentos deste tipo, embora baseados em expectativas e credibilidade, ao contrário do que muitos pensam, são sim bastante enfraquecidos pela ausência de uma relação empírica sistemática entre o déficit efetivo e a taxa de juros. Na realidade, se sabemos que tal relação não existe, postular que os agentes na economia acreditam que esta relação vai existir no futuro é o mesmo que supor implicitamente que os agentes são coletivamente irracionais ou então que estão esperando uma dramática mudança na estrutura da economia. É necessário supor que no futuro (onde vai haver uma conexão entre déficits projetados e juros) ela irá operar com leis diversas do que operou no passado (onde não houve relação alguma entre déficits efetivos e juros). O que podemos ver é que não houve uma relação direta observável entre a taxa de juros e o déficit público para os anos posteriores a 1993, quando ocorreu de fato a contração fiscal de Clinton (ver Gráfico 2).

Além de não conseguirmos observar uma relação direta entre taxa de juros e déficit público efetivo, tampouco há evidência sólida que existiu uma relação entre o anúncio do ajuste fiscal de Clinton e a queda da taxa de juros de longo prazo na economia americana, como defendido por Blinder e Yellen (2001). Para estes autores 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 era considerado politicamente difícil, como a seguridade social. Além disso, segundo os autores, o governo tratou com clareza a contabilidade dos gastos e receitas públicas.

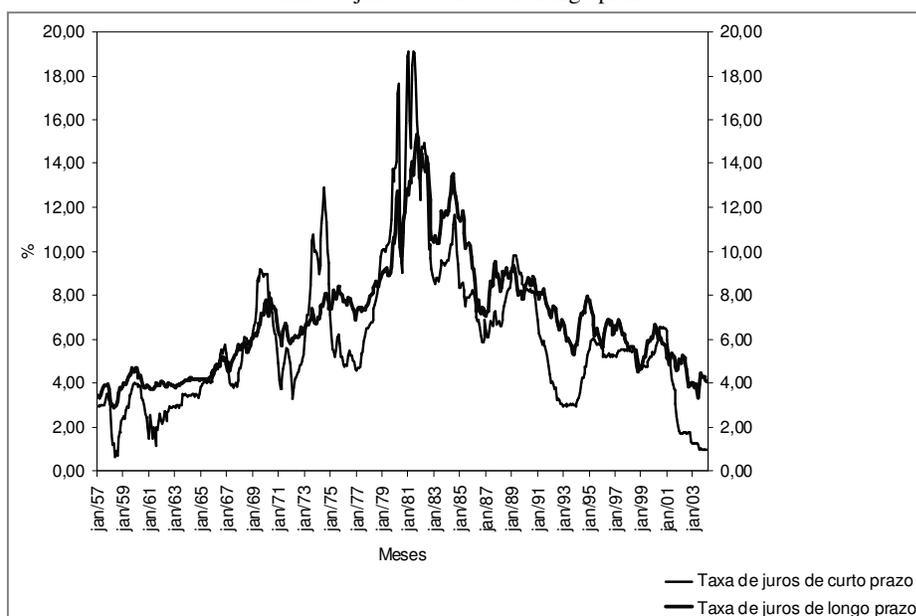
Assim, “*declining expected future rates pulled down current long term interest rates*” (Blinder; Yellen, 2001, p. 84). Estes autores crêem que a contração fiscal foi expansionista tanto no curto prazo, por aumentar a demanda agregada, quanto no longo prazo, por mudar a composição da demanda agregada na direção de uma menor parcela do gasto público e maior do investimento privado e assim aumentar o produto potencial. Para eles, a lição número um da “*década fabulosa*” é que “*tight government budgets and (relatively) easy monetary policy can create a pro-investment macroeconomic climate by holding down interest rates*” (Blinder; Yellen, 2001, p. 83, itálicos no original).

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 e Greenwald (2003, p. 282), 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 de curto prazo, 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).

Para avaliar esta versão do argumento de curto prazo da contração fiscal expansionista vamos examinar então o movimento da taxa de juros de longo prazo na economia americana. 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 e óbvia relação direta 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



\* A taxa de juros de longo prazo é o rendimento do título público de 10 anos.

Fonte: IFS-FMI, elaboração própria.

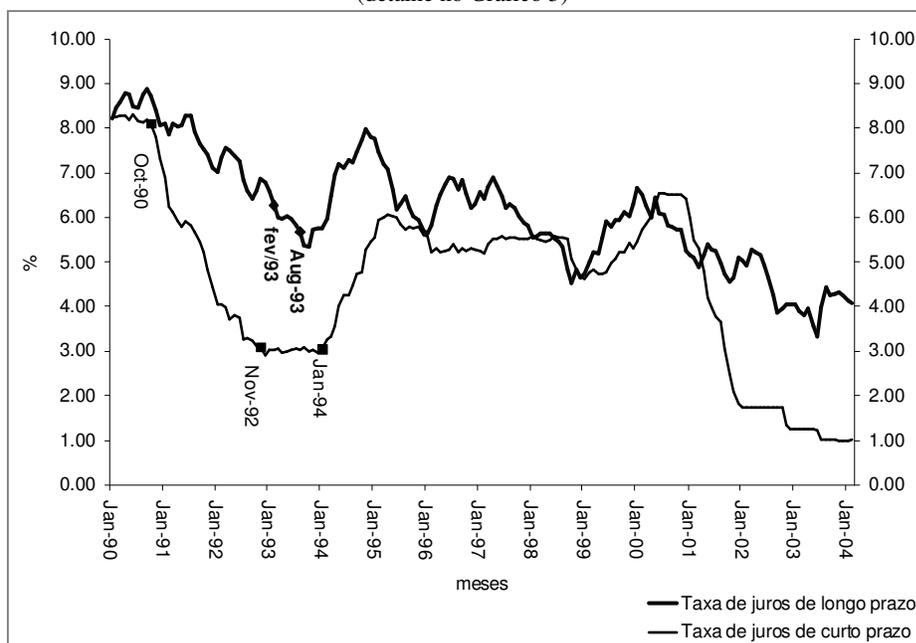
Note que se há forte relação entre a taxa de curto e a de longo temos duas alternativas. Uma seria a teoria tradicional da taxa de juros natural dos novos keynesianos, onde seriam as mudanças na taxa de juro real natural de longo prazo que acabariam por puxar as taxas de curto prazo na mesma direção. Uma alternativa seria a visão que achamos mais plausível de que é a taxa de longo prazo, via arbitragem, acaba não se afastando muito do curso das taxas de juros de curto prazo, determinada independentemente pelo banco central.

Os testes usuais de causalidade entre a taxa curta e a longa geram resultados ambíguos. No entanto, a falta de relação sistemática entre déficit público e taxa de juros de longo não ajuda a interpretação baseada na idéia de taxa natural de juros. Por outro lado, para a visão alternativa adotada neste trabalho, o fato de que por vezes as mudanças da taxa longa precedem as mudanças da taxa curta são compatíveis com antecipações frequentemente bem sucedidas por parte dos agentes econômicos dos movimentos futuros da taxa de curto fixada pelo banco central. Como aponta Galbraith (2005), mesmo no estudo de Gale e Orzag (2004) a variável política monetária tem um efeito economicamente significativo e estatisticamente preciso sobre a determinação da taxa de juros de longo prazo. Um estudo de Bomfim (2003), usando dados de expectativa das taxas curtas americanas no Euromercado, confirma fortemente a interpretação aqui adotada de

que são as taxas de curto e seus movimentos antecipados que determinam as taxas longas (Serrano, 2002; Aspromourgos, 2005).

De qualquer forma, olhando em mais detalhe o comportamento das taxas de juros nos anos 1990 (Gráfico 4) percebemos que a interpretação da “contração fiscal expansionista” não parece ser consistente com os fatos.

Gráfico 4  
Taxa de juros de curto e de longo prazo na década de 1990  
(detalhe no Gráfico 3)



\* A taxa de juros de longo prazo é o rendimento do título público de 10 anos.

Fonte: IFS-FMI, elaboração própria.

O argumento dessa interpretação requer que a taxa de juros de longo prazo tivesse caído 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 não nos parece possível 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 e Greenwald (2003, p. 277) a vontade dos autores de creditar ao anúncio da 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).<sup>10</sup>

Um possível contra argumento seria o de que o achatamento da curva de rendimentos ao longo de 1993, quando a taxa curta pára de cair e a longa continua em queda, seria a evidência de que a taxa de juros de longo prazo caiu como resultado do anúncio da contração fiscal.<sup>11</sup> Este argumento contém, no entanto, duas limitações. Em primeiro lugar, o ritmo de redução da taxa de juros longa deveria ter se acelerado com o anúncio do pacote fiscal, independentemente do que ocorresse com a taxa curta. Isto não é o que mostra o Gráfico 4 acima onde a taxa longa cai continuamente mais ou menos no mesmo ritmo, com oscilações, de outubro de 1990 a setembro de 1993. Além disso, e o que é mais importante, a taxa longa começa a subir de novo em outubro de 1993 enquanto a taxa curta só começa a subir em janeiro de 1994. Isto mostra que se o anúncio da contração fiscal teve algum efeito, este durou poucos meses e foi rapidamente revertido. Será que poucos meses depois do anúncio o ajuste fiscal já tinha perdido “credibilidade”?

Às vezes Stiglitz (2003) não parece tão seguro que o anúncio da contração fiscal tenha realmente tido um efeito importante: “*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; Yellen, 2001, p. 18).

---

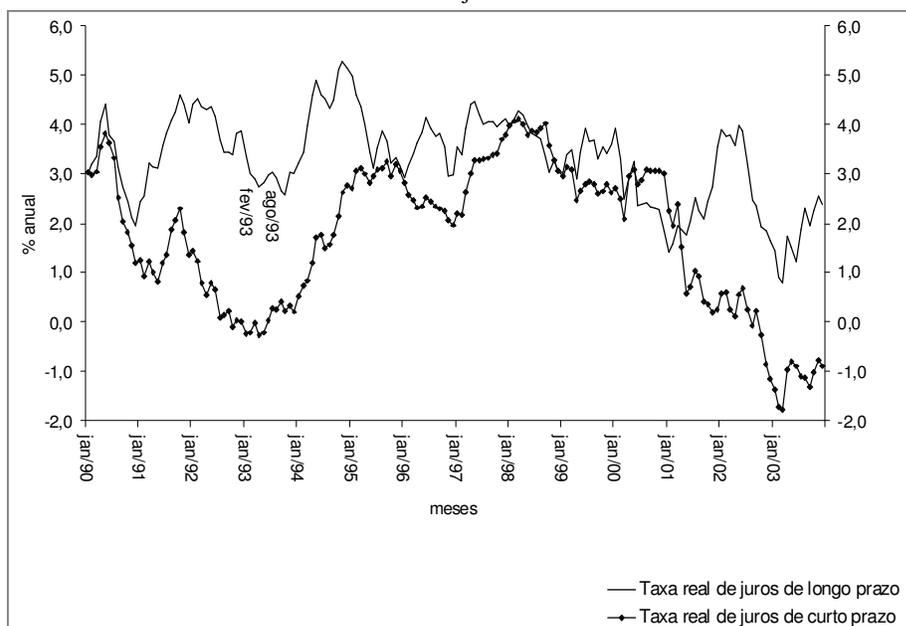
(10) Um parecerista argumentou que os autores estavam falando não da “*recovery*” que começou antes mas sim do fato dela ser “*strong*”. De qualquer forma os autores estão omitindo a informação relevante que a recuperação da economia já estava em pleno curso e, portanto, só poderia ser reforçada (e não causada) pelo que houve em 1993.

(11) Este ponto foi levantado por um parecerista anônimo a quem agradecemos.

Mesmo levando em conta as dificuldades de se medir a taxa natural de juros, que depende de como a expectativa de inflação futura é descontada da taxa nominal, 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, pois ela não tem uma trajetória de forte queda ao longo da década de 1990 (ver Gráfico 5). Caso fosse válida a teoria da taxa de juros natural (mesmo que em sua versão expectacional), dada a mudança na composição da demanda agregada, deveria ter havido uma queda acentuada da tendência 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 1980. 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 (o que é admitido por De Long, 1999).

Gráfico 5  
Taxas de juros real



Fonte: IFS-FMI, elaboração própria.

## 2 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 desde os anos 1950. Chirinko (1993), por exemplo, em um *survey* da literatura empírica da função investimento chega à conclusão de que variáveis de “quantidade” (e não de preço) como PIB, vendas ou *cash flow* são aquelas que têm impacto significativo sobre o investimento.<sup>12</sup>

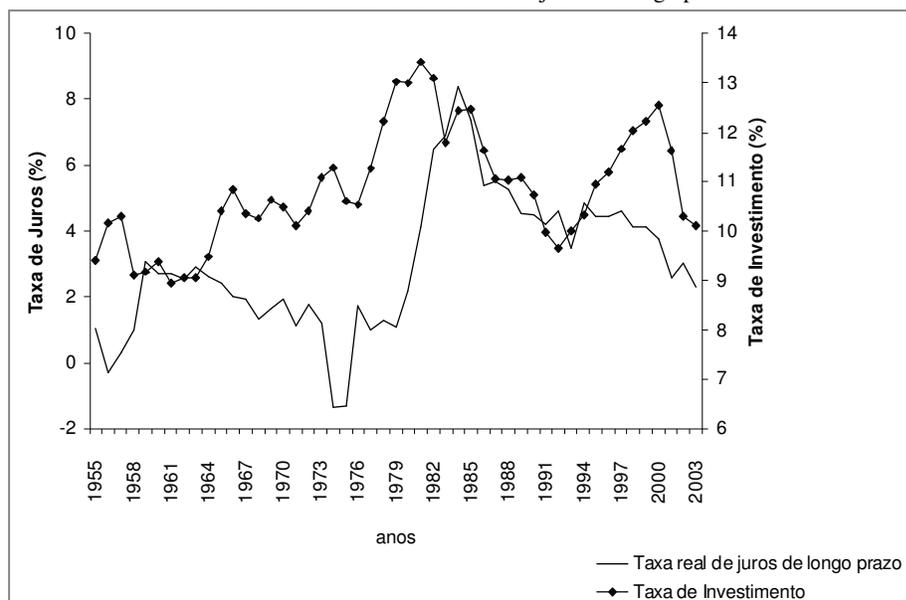
Stiglitz também admite que a relação direta entre juros e investimento não é confiável: “*And if the president had seen the statistical evidence which showed that investment often did not respond much to interest rates – a fact which we saw in 1991, and we have seen in 2001, as the Fed has repeatedly lowered interest rates – he should, and would, have felt even more nervous*” (Stiglitz, 2003, p. 42). Blinder também aceita 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).

De fato, no Gráfico 6 vemos que os dados desde os anos 1950 não mostram nenhuma relação sistemática óbvia 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. Não nos parece haver, portanto, fundamento empírico confiável para a idéia de que existe uma relação inversa entre taxa de juros real de longo prazo e o investimento produtivo na economia americana.

---

(12) “*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 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).

Gráfico 6  
Taxa de investimento & taxa real de juros de longo prazo



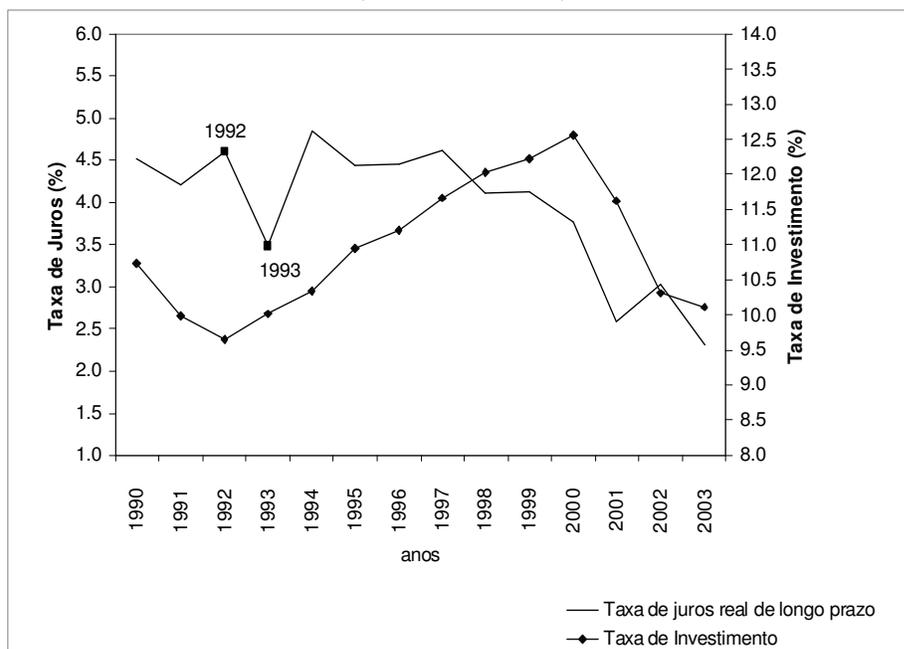
\* A taxa de juros real de longo prazo é o rendimento do título público de 10 anos calculada de forma *ex-post*, deflacionada pelo deflator implícito do PIB.

Fonte: BEA (Bureau of Economic Analysis) e IFS-FMI, elaboração própria.

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.

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 têm efeitos negativos de longo prazo diretos sobre a taxa de investimento privado. 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. Estes aumentos de custos acabam sendo repassados aos preços dos produtos ao serem 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).

Gráfico 7  
Taxa de investimento & taxa real de juros de longo prazo  
(detalhe do Gráfico 6)



\* A taxa de juros real de longo prazo é o rendimento do título público de 10 anos calculada de forma *ex-post*, deflacionada pelo deflator implícito do PIB.

Fonte: BEA (Bureau of Economic Analysis) e IFS-FMI, elaboração própria.

Autores das mais diversas escolas, inclusive neoclássicos, sempre concordaram que no longo prazo a rentabilidade esperada e a taxa de juros se movem na mesma direção.<sup>13</sup> No entanto, os neoclássicos mesmo assim postulam uma relação inversa entre taxa de juros e investimento com o argumento de que, uma redução persistente da taxa de juros e de lucro (o custo do capital), por exemplo, levaria a economia a adotar técnicas e uma cesta de bens de consumo mais intensiva em capital aumentando a relação capital produto e capital trabalho da economia.

Porém, 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

(13) Esta relação está necessariamente embutida na condição de lucro econômico zero no equilíbrio Marshalliano de longo prazo. Aparece também na igualação entre “eficiência marginal do capital” e taxa de juros em Keynes (ver Pivetti, 1991). A relação está também, de forma um pouco menos evidente, embutida na condição de equilíbrio de preços descontados (menores ou iguais ao custo de produção no modelo Arrow-Debreu. Neste último caso, a relação fica mais explícita se usarmos preços não descontados. Neste caso vemos que estes preços são (menores ou) iguais aos custos de produção vezes um mais a taxa de juros própria do numerário escolhido (ver Garegnani, 2004).

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, 1978/79 e Petri, 2004).<sup>14</sup>

Vemos assim que não é fácil observar evidência empírica direta de nenhum dos dois elos do argumento da contração fiscal expansionista. As taxas de juros não parecem ter caído por causa do ajuste fiscal e o investimento produtivo não parece ter aumentado diretamente por causa da queda dos juros.

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 e 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 tornado lucrativa a venda desses ativos. O sistema bancário então teria conseguido se recapitalizar, depois de um período de crise, e retoma a expansão do crédito.

---

(14) Dada a importância teórica destes problemas e as mudanças na teoria econômica desde aquela época o debate continua até hoje. Um bom e relativamente raro confronto direto recente entre sraffianos e teóricos do equilíbrio geral neoclássico encontra-se em Hahn & Petri (2003). Ainda mais recente (e controverso) é o simpósio que debate sobre problemas do capital na teoria do equilíbrio geral intertemporal na revista *Metroeconomica* no número especial de novembro de 2005.

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 (o que como vimos na seção anterior é discutível) 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 do setor privado 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 de um aumento do consumo (lato sensu) do setor privado, sem nenhuma consequência maior para a oferta agregada da economia.<sup>15</sup> Assim estes autores só estariam autorizados a defender a versão de curto prazo da contração fiscal expansionista, pois a suposta queda dos juros derivada do anúncio do pacote fiscal aumentaria a demanda agregada, mas não a oferta. Note também que, para este argumento de curto prazo, é conveniente a idéia de que a expansão vem do anúncio da contração e não do corte efetivo dos gastos e o aumento de impostos. Pois assim basta mostrar que a demanda agregada (a IS) tem alguma elasticidade juros para o efeito ser expansionista. No caso de uma contração fiscal efetiva e não apenas anunciada seria necessário, para o argumento de curto prazo, uma grande queda dos juros depois do anúncio e uma grande elasticidade juros da demanda agregada para que o aumento destes componentes da demanda agregada mais do que compensassem a queda dos gastos públicos e a diminuição da renda disponível dos consumidores.

Em contraposição a essa visão, na abordagem Sraffiana-Keynesiana, 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 (Cesaratto; Serrano; Stirati, 2003; Bortis 1997).

Em contraste 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.<sup>16</sup>

---

(15) No caso o corte de gastos públicos poderia até *diminuir* o crescimento do produto potencial da economia se fossem cortados investimentos públicos.

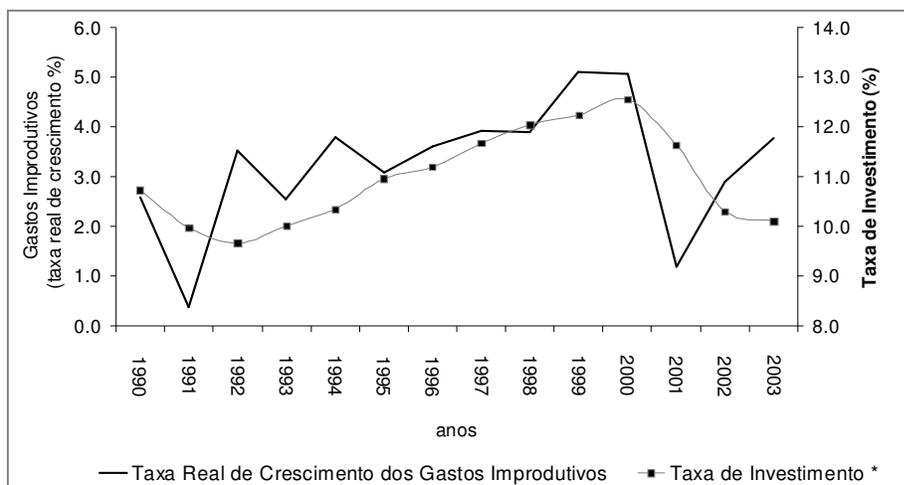
(16) Modelos de ajuste de estoque de capital ou de acelerador flexível são os que sempre obtêm melhor comprovação econométrica: "The absence of prices (the cost of capital, in particular) from the right hand side of the flexible accelerator equation has earned it disrespect despite its empirical success" (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.

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. O investimento deveria ter uma relação basicamente negativa com os demais gastos que não criam capacidade para o setor privado. Estes gastos que podemos chamar de gastos improdutivos consistem na soma do consumo privado, do investimento residencial, dos gastos do governo e das exportações.<sup>17</sup>

Na prática, a evidência empírica mostra que os níveis de investimento produtivo têm forte relação positiva com os níveis dos gastos improdutivos. Além disso, há também evidência de que a taxa de investimento (investimento produtivo sobre o produto) é positivamente correlacionada com a taxa de crescimento da demanda agregada.<sup>18</sup>

Vemos abaixo que no caso da economia americana, a taxa de investimento teve uma forte correlação positiva direta com a taxa (real) de crescimento dos gastos improdutivos ao longo dos anos (Gráfico 8).

Gráfico 8  
Gastos improdutivos e taxa de investimento



(17) Note que descontamos do investimento total o investimento residencial e incluímos este entre os gastos improdutivos, já que é um gasto que não cria capacidade produtiva para o setor privado da economia.

(18) Nossos estudos indicam 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. Não há quebra estrutural entre 1985.1 e 2003.4. Ver Braga (2006, cap. 3).

A ausência de uma relação inversa entre investimento e os demais componentes da demanda agregada (gastos improdutivos) e a forte relação positiva entre investimento e o nível e taxa de crescimento dos gastos improdutivos final sugerem que o crescimento da própria capacidade produtiva da economia tende a seguir o crescimento dos gastos improdutivos. Além disso, como parte do consumo privado é induzido pela renda corrente, o crescimento dos gastos improdutivos acaba dependendo especialmente dos componentes autônomos: gastos públicos, exportações, investimento residencial e consumo autônomo financiado por crédito. Assim o crescimento destes componentes autônomos dos gastos improdutivos demanda final gera um processo supermultiplicador induzindo consumo pelo efeito multiplicador e investimento produtivo pelo efeito acelerador.<sup>19</sup>

### 3 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, pois a arbitragem impede que outros fatores tenham efeitos dominantes sobre as taxas longas.<sup>20</sup> 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 de expandir não só o grau de utilização da capacidade já instalada, mas também de ampliar a capacidade produtiva da economia. E é isto que nos parece ter ocorrido na expansão da economia americana nos anos 1990.

Vejamos primeiro as mudanças na composição dos gastos improdutivos 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.

---

(19) A idéia do supermultiplicador é que se o investimento produtivo é induzido a longo prazo então, os gastos improdutivos autônomos tem efeitos expansivos induzidos tanto pela propensão marginal a consumir quanto pela “propensão marginal a investir”, dada pela taxa de investimento. Ver (Serrano, 2001a) e Cesarato; Stirati e Serrano (2003).

(20) Tem havido recentemente uma discussão sobre o que Greenspan chamou de “conundrum” de um suposto descolamento excessivo da taxa de curto, que voltou a subir no último ano e meio enquanto a de longo tem se mantido relativamente estável. Em nossa visão metade deste mistério é explicada pelo fato de que a taxa longa não subiu muito porque havia caído pouco em relação à drástica redução das taxas de juros curtas a partir de 2002. A outra metade da explicação parece estar no fato de que todos esperam a manutenção do crescimento moderado e baixo núcleo da inflação e portanto duvidam que o Fed continue a aumentar as taxas curtas como aponta Bernanke (2006) que descarta inteiramente outras explicações como a demanda por títulos americanos dos bancos centrais asiáticos ou dos países da OPEP, etc.

Tabela 1  
Taxas reais de crescimento (%)

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

## Consumo

Duráveis	Não Duráveis	Serviços
-3,0	0,7	2,3
8,1	3,1	3,4
6,0	2,9	2,5

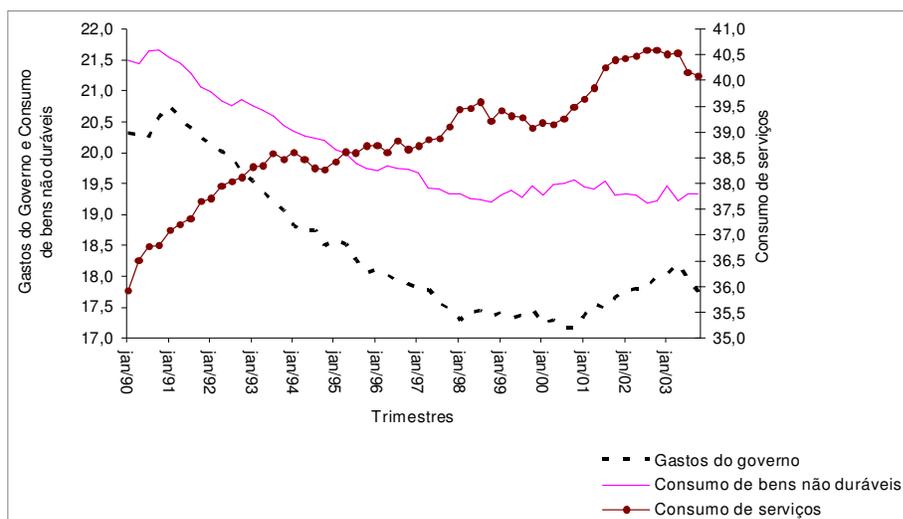
Fonte: BEA, elaboração própria (médias geométricas das taxas anuais)

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

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

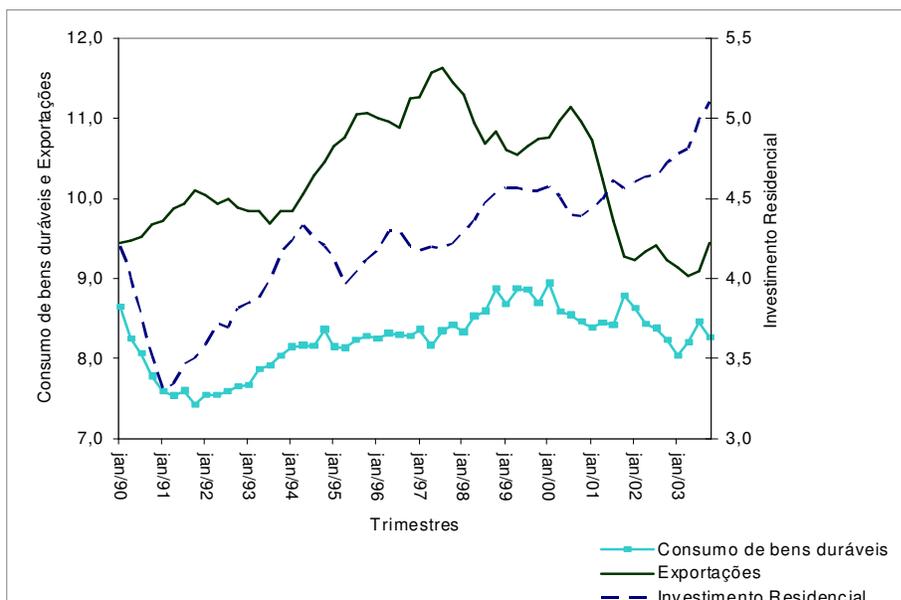
Mesmo assim os gastos improdutivos totais cresceram a taxas razoavelmente elevadas porque seus outros três componentes da demanda final – exportações, consumo privado e investimento residencial – cresceram a taxas significativas. Até 2000, a participação dessas variáveis no total de gastos improdutivos aumentou enquanto que a participação do gasto do governo diminuiu (Gráficos 9A e 9B).

Gráfico 9A  
Participação dos componentes da demanda final



Fonte: BEA, elaboração própria.

Gráfico 9B  
Participação dos componentes da demanda final



Fonte: BEA, elaboração própria.

Em particular, os dados mostram que os componentes autônomos dos gastos improdutivos mais sensíveis à disponibilidade de crédito e à taxa de juros cresceram a altas taxas no período 1992-2000. Na Tabela 1 vemos que o investimento residencial cresceu 5,7% ao ano<sup>21</sup> e consumo de duráveis a 8,1%.<sup>22</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). Já no caso do mercado imobiliário, o efeito estimulante do aumento do valor dos imóveis é bem mais direto, pois dá ganhos de capital 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

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

(22) Maki (2000) demonstra a forte correlação entre crédito e consumo de duráveis nos EUA.

dos juros e pela expansão geral do crédito, de qualquer forma não há dúvida que a política monetária foi um importante determinante, direta ou indiretamente, da expansão dos componentes autônomos dos gastos improdutivos.

O crescimento dos gastos autônomos fez crescer também a massa de salários e o consumo induzido. Este crescimento também 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 inovações da chamada “nova economia” (computadores, telecomunicações, Internet etc.). Este crescimento rápido e desproporcional da taxa de investimento, embora inicialmente tenha estimulado o consumo induzido pelo seu efeito multiplicador, naturalmente não se mostrou sustentável. Em pouco tempo a capacidade produtiva criada cresceu muito levando a uma queda do grau de utilização.

Esta expansão desproporcional do investimento em relação à tendência de crescimento dos gastos improdutivos, 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>23</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 longo ciclo expansivo.<sup>24</sup>

---

(23) O investimento em software e equipamentos de processamento de dados cresceu progressivamente dos 12,5% em 1993 para ultrapassar dos 20% em 1997, chegando à cerca de 25% no final da década. Esse crescimento veio acompanhado com substancial queda dos preços do equipamento de processamento de dados.

(24) Maffeo (2001) reconhece a importância do 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 1990 do que nos anos 1980. 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 autonomamente por investimentos em novas tecnologias a partir da visão do supermultiplicador ver Cesaratto; Serrano e Stirati (2003).

A orientação expansionista da política monetária nos parece ter sido 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 à recuperação e ao 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.

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, o que sugere 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>25</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 se destacam o preço do petróleo e das commodities e especialmente a baixa inflação salarial, para qual contribuiu a fraqueza dos sindicatos, a concorrência das importações baratas e a imigração (ver Pollin (2002), Serrano (2004) e Braga (2006)).

O papel da política monetária nos anos 1990 não parece ter sido apenas temporário ou restrito 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”). Em nossa visão, o Fed teve uma atuação fundamental, contribuindo para mais do que compensar o efeito contracionista da redução do crescimento do gasto público e aumentos dos impostos.

---

(25) Sobre o déficit externo americano no atual padrão dólar flexível ver Serrano (2002a, 2004).

## 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 encontra sustentação favorável nos dados da economia americana em nenhuma de suas duas versões de curto ou de longo prazo. 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 parecem ter sido frutos do viés expansionista da política monetária. As reduções de juros da primeira metade dos anos 1990 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 e imóveis. 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; Braga, 2006).

## Referências bibliográficas

- ASPRMOURGOS, T. *Interest as an artifact of self validating central bank beliefs*. University of Sidney. School of Economics and Political Science, 2005. Mimeografado.
- BARBA, A. Rethinking expansionary fiscal retrenchments. *Contributions to Political Economy*, 20, 2001.
- BERNANKE, B. Reflections on the yield curve and monetary policy. Speech to the Economic Club of New York, Mar. 20, 2006. Disponível em: <www.federalreserve.gov>.
- BLINDER, A. Is there a core of practical macroeconomics that we should all believe? *American Economic Review*, May 1997.
- \_\_\_\_\_. *Bancos Centrais: teoria e prática*. São Paulo: editora 34, 1999.
- \_\_\_\_\_; YELLEN, J. *The fabulous decade: macroeconomic lessons from the 1990s*. Century Foundation Press, 2001.
- BOMFIM, A. *Monetary policy and the yield curve*. New York: Federal Reserve Board 2003. Mimeografado.
- BORTIS, H. *Institutions, behavior and economic theory – A contribution to classical-Keynesian political economy*. Cambridge, Mass.: Cambridge University Press, 1997.

BRAGA, J. *Raiz unitária, histerese, inércia e a controvérsia sobre a mudança da NAIRU na década de 90 na economia norte americana*. Tese (Doutorado)–Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, maio 2006.

CABALLERO, R. Aggregate investment. In: TAYLOR, J. B.; WOODFORD, M. (Ed.). *Handbook of macroeconomics*. North-Holland, 1999. chapt. 12.

CESARATTO S.; SERRANO F.; STIRATI. Technical change, effective demand and employment. *Review of Political Economy*, v. 15, n. 1, Jan. 2003.

CHIRINKO, R. S. Business fixed investment: a critical survey of modeling strategies, empirical results, and policy implications. *Journal of Economic Literature*, 31, p. 1875-1911, 1993.

DE LONG, J. *America's historical experience with low inflation*. University of California at Berkeley, Nov. 1999.

GALBRAITH, J. *The fiscal facts: public and private debts and the future of the American economy*. Levy Institute, 2006. (Levy Institute Policy Note 2006/2).

GALE, W.; ORZAG, P. Budget deficits, national saving, and interest rates. *Brookings Papers on Economic Activity*, Sept. 2004.

GAREGNANI (1978/79). Notes on consumption, investment and effective demand. In: EATWELL, J.; MILGATE (Ed.). *Keynes's economics and the theory of value and distribution*. Duckworth, London, 1983.

GODLEY, W.; IZURIETA, A. *Balances, imbalances and fiscal targets: a new Cambridge view*. CERF Cambridge Endowment for Research in Finance, University of Cambridge, 2004.

HASSETT, K.; HUBBARD, G. Tax policy and investment. In: AUERBACH, Alan; FELDSTEIN, Martin (Ed.). *Handbook of public economics*. North-Holland, 2002. v. 3.

MAFFEO, V. 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, 2001.

MAKI, D. *The growth of consumer credit and the household debt service burden*. Federal Reserve Board, Feb. 2000. (Finance and Economics Discussion Series).

\_\_\_\_\_; PALUMBO, M. Disentangling the wealth effect: a cohort analysis of household saving in the 1990s. Federal Reserve Board, Apr. 2001. In: PETRI, Fabio; HAHN, Frank (Ed.). *General equilibrium theory*. Routledge, 2003. (Finance and Economics Discussion Series).

PETRI, F. *General equilibrium, capital and macroeconomics*. A key to recent controversies in equilibrium theory. Edward Elgar, 2004.

PIVETTI, M. *An essay on money and distribution*. London: Macmillan, 1991.

\_\_\_\_\_. Money endogeneity and monetary non-neutrality: a Sraffian perspective. In: VERNENGO, M.; ROCHON, L. (Ed.). *Credit, interest rate and the open economy*. Edward Elgar, 2001.

POLLIN, R. Anatomy of Clintonomics. *New Left Review*, 3, May/Jun. 2000.

POLLIN, R. *Wage bargaining and the US Phillips curve: was Greenspan right about traumatized workers in the 90s?* Amherst: University of Massachusetts. Political Economy Research Institute, 2002. Mimeografado.

SERRANO, F. A soma das poupanças determina o investimento? *Archetypon*, 2000.

\_\_\_\_\_. Acumulação e gasto improdutivo na economia do desenvolvimento. In: FIORI, J.; MEDEIROS, C. (Ed.). *Polarização mundial e crescimento*. Petrópolis: Vozes, 2001a.

\_\_\_\_\_. Equilíbrio neoclássico de mercado de fatores: uma crítica do ponto de vista Sraffiano. *Ensaios FEE*, Porto Alegre, v. 22, n. 1, 2001b.

\_\_\_\_\_. Do ouro imóvel ao dólar flexível. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 11, n. 2, 2002a.

\_\_\_\_\_. *A política monetária e a abordagem da taxa de juros exógena*. Rio de Janeiro: Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, 2002b. Mimeografado.

\_\_\_\_\_. Relações de poder e a política macroeconômica americana, de Bretton Woods ao padrão dólar flexível. In: FIORI, J. L. (Org.). *O poder americano*. Petrópolis: Vozes, 2004.

STIGLITZ, J. *The roaring nineties: A new history of the world's most prosperous decade*. New York: W. W. Norton & Company, 2003.

\_\_\_\_\_; GREENWALD, B. *Towards a new paradigm in monetary economics*. Cambridge University Press, 2003.